



Ocenění společnosti

19. dubna 2021; 08:00 SEČ

Shrnutí

Společnost **Primoco UAV SE** je českým výrobcem středně velkých bezpilotních letounů pro civilní účely, konkrétně modelu One 150. Hlavním využitím bezpilotních letadel je monitorování ropovodů a plynovodů nebo kontrola státních hranic a vodních koridorů. Mezi zákazníky Primoca zatím patří firmy a státní agentury především z Blízkého východu a Asie, kde bezpilotní letadla nacházejí řadu užití (dlouhé hranice, tis. km produktovodů, bezpečnostní situace).

Za hlavní **konkurenční výhodu Primoca považujeme cenu**: model One 150 je schopen plnit úkoly doposud vykonávané hlavně vrtulníky za nižší cenu a s nižšími provozními náklady. Zároveň je model cenově dostupnější než konkurenční modely výrobců z Izraele či USA. Výroba letadel Primoca také **nevýžaduje velké fixní náklady**, což by společnosti mělo umožnit dosáhnout zisku již při relativně nízkých tržbách. To potvrdily už některé kvartály.

Vnímáme, že **rozjezd větších zakázek Primocu trvá déle**, než jeho management původně očekával. Jako hlavní příčiny vidíme (a) nestabilitu vlád v některých zemích mimo Evropu, (b) krátkou dobu působnosti a malou velikost firmy, což zpomaluje získání prvních zakázek, a (c) pandemii Covid-19, která odložila start tzv. leteckých prací. Tyto faktory způsobily, že přestože Primoco loni vykázalo zatím nejvyšší tržby 31 mil. Kč, tento výsledek hluboko zaostal za očekáváním managementu, který počítal s tržbami v řádu 200 – 300 mil. Kč. V žargonu amerických investičních bank tak lze Primoco stále chápat jako „show-me story“, tedy společnost, která musí teprve prokázat schopnost získat větší zakázky.

Vidíme však **několik indikací, že by v letech 2021-22 mohlo dojít k výraznému nárůstu tržeb**. Za prvé, Primoco za uplynulý rok navázalo spolupráci s potenciálními zákazníky na významných trzích (společnosti BEML v Indii a MEST v Saúdské Arábii) a provádělo testovací lety pro Policii ČR. Za druhé, podle investorské prezentace Primoco již za 1Q21 realizovalo větší tržby než za loňskou první polovinu roku (tehdy 10 mil. Kč). Za třetí, Primoco oznámilo **záměr provést druhotný úpis akcií (SPO) na pražské burze**. V něm nabídne dle prospektu 100 tis. až 655 tis. nových akcií. V 1. kole určeném pouze stávajícím akcionářům budou akcie nabídnuty za 240 Kč/ks, zatímco ve druhém, veřejném kole za cenu 260 – 360 Kč/ks. Výnos chce Primoco použít především na vybudování větší výrobní haly. Ta by měla zvýšit kapacitu výroby ze současných 50 – 100 na 200 – 250 letadel ročně. To naznačuje důvěru managementu ve vysoký objem zakázek v příštích letech.

V ocenění společnosti i přesto používáme konzervativní předpoklady. Společnost plánuje dlouhodobě navýšit výrobu až na 250 letadel ročně a dostat tržby nad 1 mld. Kč. V našem modelu počítáme s dodávkami pouze desítek kusů letadel a tržbami pod 0,5 mld. Kč ročně do r. 2025. Na základě ocenění pomocí diskontovaného cash flow stanovujeme **roční cílovou cenu na 370 Kč/akcie**. Vzhledem k poslední tržní ceně 324 Kč/akcie i k očekávané střední ceně veřejného úpisu akcií 310 Kč tak vidíme prostor pro zhodnocení. Společnost oceňujeme „post-money“, tedy již za předpokladu provedení SPO a navýšení počtu akcií (viz dále). Upozorňujeme zároveň, že cílová cena je **citlivá na použitou diskontní sazbu** a na očekávanou míru dlouhodobého růstu, která je u mladé společnosti nejistá. Právě pokles diskontní sazby díky snížení rizikových premií pro některé mimoevropské země je hlavním důvodem, proč se výrazně zvýšila naše cílová cena oproti ocenění z 15. 5. 2020 (cílová cena 255 Kč).

Primoco UAV SE



Základní informace

Primoco UAV SE je českým výrobcem bezpilotních letadel střední velikosti. Primoco vyvinulo dva modely civilních bezpilotních letadel One 100 a One 150, z nichž druhý zmíněný nyní nabízí klientům. Nejčastějším užitím těchto strojů je buď monitorování produktovodů (ropovodů, plynovodů) nebo sledování státních či námořních hranic. Společnost vidí hlavní potenciál prodeje v Asii a na Blízkém východě, ale v poslední době se okruh možných klientů geograficky značně rozšířil. Společnost letadla vyrábí v Praze-Radotíně a zkušební lety provádí na letišti v Krašovicích u Písku, které koupila v r. 2019. Nyní plánuje výstavbu nové výrobní haly.

Akcie společnosti se obchodují na trhu Start Burzy cenných papírů Praha, na němž společnost provedla prvotní úpis akcií (IPO) v r. 2018. Generálním ředitelem společnosti je Ladislav Semetkovský, který je rovněž jedním ze dvou zakladatelů a největším akcionářem.

Základní údaje

| | |
|-----------------------------|-------------------------|
| Cena posl. obchodu na burze | 324 Kč |
| Počet akcií | 4 344 710 |
| Tržní kapitalizace | 1,4 mld. Kč |
| Klíčový akcionář: | L. Semetkovský (64,4 %) |
| Free float | 6,2 % |

Pavel Ryska

Analytik

ryska@jtbank.cz

Primoco: Trh, výroba a vlastnictví společnosti

Zařazení Primoca na trhu bezpilotních letadel

Bezpilotní letadla (UAV's – Unmanned Aerial Vehicles) jsou momentálně rychle rostoucím oborem s aplikacemi pro vojenské i civilní účely. Zatím největší rozvoj zaznamenala vojenská bezpilotní letadla, která vyrábí už většina velkých zbrojařských firem v USA (Lockheed Martin, Northrop Grunman, Boeing, atd.). Naopak civilní bezpilotní letadla se vyvíjejí kratší dobu a v jejich výrobě podnikají spíše střední a menší firmy. V rámci civilních letadel můžeme rozlišovat mezi spotřebitelskými UAV (malá bezpilotní letadla či vrtulníky především pro pořizování videí), která jsou k máni pro širokou veřejnost, a komerčními UAV, která si pořizují především firmy nebo veřejný sektor. Právě v této kategorii podniká společnost Primoco.

Není známo, kolik firem v současnosti podniká v jednotlivých kategoriích. Celkem se odhaduje, že ve výrobě UAV pro vojenské a civilní účely celkem podniká 450 – 1000 firem na celém světě. V oblasti civilních komerčních UAV pro firmy a veřejný sektor jsou to podle nás spíše desítky firem. Primoco označuje za své hlavní konkurenty celosvětově 9 společností.

Podle odhadu společnosti Macrosource Media z r. 2021 by celosvětové výdaje na komerční bezpilotní letadla měly vzrůst z 2,8 mld. USD v současnosti (na roční bázi) na 11,8 mld. USD v r. 2026. To znamená průměrný roční růst trhu asi o 27 %. Vzhledem k nízké počáteční bázi výroby a dodávek u Primoca by růst v jeho případě mohl být nad dynamikou trhu.

Primoco: Zdroje tržeb

Primoco realizuje či plánuje realizovat tržby ze 4 zdrojů:

- (1) **Prodej letadel modelu One 150.** Standardní dodávka je po 3 kusech za celkovou cenu cca 45 mil. Kč.
- (2) **Prodej náhradních dílů** klientům, kteří si již letadlo zakoupili.
- (3) **Školení pilotů.** Letadlo obsluhují ze země 2 piloti, které si platí klient a jejich zaškolení je nutné k začátku létání.
- (4) **Letecké práce.** Klient, který nechce nebo nemůže letadlo koupit, si zaplatí létání přímo od Primoca, které jej provede se svými piloty.

Za hlavní zdroj tržeb do budoucna považujeme prodej letadel a v krátkém období i prodej náhradních dílů. Společnost získala povolení k provozu leteckých prací v Ruské federaci, avšak pandemie Covid-19 a zákaz volného pohybu osob zpozdily začátek prací. Nyní společnost očekává začátek těchto letů ve 2Q 2021.

Aktuální výhled společnosti a EBITDA marže

Primoco v investorské prezentaci z dubna 2021 a v dřívějších prezentacích zveřejnilo několik předpokladů k výrobě a hospodaření:

- **Dlouhodobě výrobní kapacita 250 ks letadel ročně.** Současná výrobní hala v Praze-Radotíně má kapacitu 50-100 letadel ročně, proto management plánuje výstavbu nové haly v Krašovicích u Písku, přímo u letiště vlastněného Primocem. Za předpokladu, že společnost v SPO získá dostatek financí, očekáváme stavbu haly v letech 2022 – 2023. (V projekci hospodaření níže jsme konzervativní a očekáváme do r. 2025 dodávky ne vyšší než v řádu desítek letadel ročně a tržby do 0,5 mld. Kč ročně.)
- **V současnosti je rozjednan prodej 233 letadel pro 40 zákazníků** v Asii, na Blízkém východě, v Africe, Střední Americe a Evropě v celkové hodnotě 236 mil. EUR, tj. cca 6 mld. Kč. Společnost předpokládá průměrnou EBITDA marži 30 – 40 %.
- **V r. 2021 očekává prodej celkem až 18 ks letadel různým klientům za celkem cca 300 mil. Kč.** Jsme názoru, že jde pouze o orientační výhled a že skutečné tržby se mohou výrazně lišit, protože např. zakázka na pouhých 6 letadel znamená tržby téměř 100 mil. Kč. V naší projekci jsme opatrní a pro letošek čekáme tržby 180 mil. Kč (viz Tabulka 1).

Letadlo a výroba: vybraná specifika

Za důležité informace o výrobě a prodeji Primoca považujeme:

- **Výrobek:** Primoco vyvinulo středně velká komerční bezpilotní letadla One 100 a One 150, kde uvedené číslo znamená hmotnost v kg. Nyní nabízí model One 150. Letadla mají dolet do cca 2000 km a létají rychlostí 100 – 150 km/h. Start a přistání vyžadují letiště o délce 300 m.
- **Užití:** Dva hlavní účely jsou (1) monitorování produktovodů (ropovodů, plynovodů) a včasná identifikace poruch, rizik, apod. a (2) monitorování a ostraha hranic a vodních koridorů. Zákazníky firmy jsou tedy jak soukromé společnosti, tak veřejný sektor (policie, pohraniční stráž, armády). V menší míře se letadla používají k mapování dolů, stavebních projektů, přírodních soustav, atd.

- **Geografické rozložení poptávky:** Společnost očekává největší prodeje na Blízkém východě a v Asii, dále vidí potenciál v Africe a nově i v Evropě. V květnu 2020 proběhly zkušební lety na česko-rakouské hranici, které by podle nás mohly pomoci k zakázce pro Policii ČR. Letecké práce za účelem monitoringu přírody a produktovodů má Primoco provozovat v Rusku.
- **Konkurenční výhoda:** Práci, kterou vykonává UAV, je schopen vykonávat pilotovaný vrtulník nebo v některých případech satelit. U satelitu je nevýhodou výrazná nepřesnost, u vrtulníku pak podstatně vyšší provozní náklady (spotřeba paliva, opravy). Podle Primoca umožňuje jeho model One 150 snížení provozních nákladů oproti vrtulníku o 50 – 90 %.
- **Kapacita výroby:** Primoco je schopno v současné výrobní hale v Praze-Radotíně vyrábět 50-100 letadel ročně. Náš model počítá s dodávkami letadel v řádu desítek kusů ročně do r. 2025 a pro tento objem by tato kapacita měla s rezervou stačit.
- **Certifikace.** Primoco bylo v říjnu 2020 uznáno Odborem dohledu nad vojenským letectvím Ministerstva obrany ČR jako schválená výrobní a vývojová organizace. Tento krok by měl pomoci k získání vojenského typového certifikátu pro model One 150. Z pohledu tržeb to podle nás znamená, že společnost může mít větší šanci uspět ve výběrových řízeních u zákazníků, kteří takové certifikace preferují či vyžadují.

SPO a akcionářská struktura

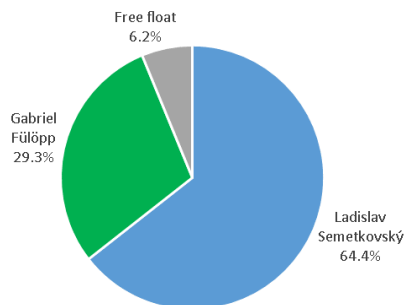
Primoco oznámilo záměr provést druhotný úpis akcií (SPO) na trhu Start pražské burzy. V něm nabídne 100 000 až 655 300 nových akcií. V prvním kole dostanou možnost upsat akcie stávající akcionáři (držitelé akcií k rozhodnému dni 16. 4. 2021) za cenu 240 Kč/akcie. Pokud nebude upsáno maximální množství akcií v 1. kole (což je také náš předpoklad), neupsané akcie budou nabídnuty ve 2. kole veřejně za cenu 260 – 360 Kč/ks. Primoco chce výnos použít především na vybudování větší výrobní haly a splacení akcionářské půjčky. Emise maximálního počtu akcií by znamenala, že by se celkový počet akcií Primoca zvýšil ze 4 344 710 na 5 000 010.

Výsledek SPO nelze přesně předvídat, a proto pracujeme s předpokladem, že společnost upíše polovinu max. počtu (328 tis. akcií), a to za cenu ve středu intervalu veřejné nabídky (310 Kč), což znamená výnos 102 mil. Kč. Z toho podle nás Primoco využije cca 60 mil. Kč na dokoupení pozemků a stavbu nové výrobní haly, 28 mil. na splacení akcionářské půjčky (poté bude mít nulový dluh) a zbytek na další účely.

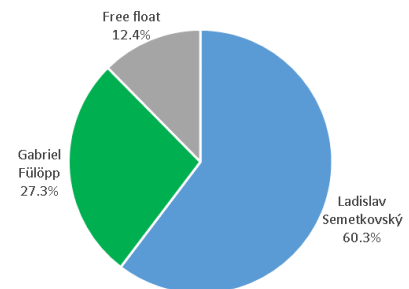
Po SPO s těmito parametry by se podíl volně obchodovaných akcií (free-float) měl zdvojnásobit z 6,2 % na 12,4 % (Obr. 1). Neočekáváme, že dva největší akcionáři Ladislav Semetkovský a Gabriel Fülöpp upíší část z nabízených nových akcií, a proto jejich podíly v naší projekci proporcionálně klesnou.

Dlouhodobě by firma podle nás považovala za výhodné, kdyby si v ní částečný podíl koupila významná společnost z letectví či zbrojního průmyslu, čímž by se jí otevřela cesta k větším zakázkám. Nicméně v současnosti nám není znám žádný takový konkrétní zájemce.

Obrázek 1: Struktura akcionářů k 31. 3. 2021



Obrázek 2: Oček. struktura akcionářů po SPO



Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

Hospodaření: Postupný růst tržeb s EBITDA marží blížící se 40 %

Nízké fixní náklady a mírná konkurence mohou přinést vysokou ziskovost

Primoco má z pohledu investora poměrně dobře čitelný výrobní model. Firma vyrábí vlastní komponenty jako kostru letounu (tzv. „drak“), motor či ovládací stanici. Autopiloty a datalink (komunikace mezi letadlem a pozemní stanicí) Primoco odebírá od zahraničních dodavatelů a letadla sestavuje. Cca 70 % výrobních nákladů na výrobu letadla tvoří elektronika, kterou společnost odebírá podle velikosti nasmlouvaných zakázek. To znamená, že firma není zatížena velkými fixními náklady. Zároveň v současnosti působí v segmentu letadel o hmotnosti 100 – 250 kg pouze několik firem na světě, což znamená, že zatím není velký tlak na ceny a firma může pracovat s výraznou přírůzkou. Primoco podle nás nabízí jeden z nejlevnějších produktů v této kategorii.

Očekáváme rostoucí tržby a zisky, ale nevylučujeme vysokou kolísavost

Výsledky Primoca byly zatím kolísavé (Tabulka 1), což je typické pro nízkou úroveň tržeb. Loňské tržby 31 mil. Kč zatím nestačily na vytvoření kladného zisku EBITDA, jelikož ten byl loni zatížen mimořádnými náklady na získání certifikace od Ministerstva obrany ČR (viz výše). Primoco očekává zhruba zdesetinásobení tržeb z loňských 31 mil. Kč na cca 300 mil. Kč letos. K výraznému růstu podle nás dojde, ale vzhledem k pomalému postupu se zakázkami v posledních letech máme opatrnější výhled a očekáváme letos tržby 180 mil. Kč. Mimořádné náklady na certifikace budou zřejmě ještě pokračovat, proto počítáme s EBITDA marží 25 % a ziskem EBITDA 45 mil. Kč, zatímco v dlouhém horizontu se marže bude podle nás držet mezi 30 – 40 %.

V dalších letech očekáváme růst tržeb umožněný současnými rozjednanými zakázkami. Vzhledem k zatím nízké úrovni tržeb upozorňujeme, že jedna větší zakázka může v příštích letech způsobit vysoké výkyvy tržeb mezi kvartály a roky. Rovněž EBITDA marže bude záležet na mixu výnosů: nová letadla s veškerou výbavou by měla generovat EBITDA marži ke 40 %, náhradní díly z dílny Primoca podle nás marži okolo 50 %, zatímco marže z leteckých prací je zatím nejistá. Toto v kombinaci s mimořádnými náklady může způsobit větší výkyvy marže v příštích letech.

V modelu v Tabulce 1 počítáme s SPO dle předpokladů výše.

Tabulka 1: Projekce hospodaření a tržní násobky

| CAS, mil. Kč | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | oč. 2021 | oč. 2022 | oč. 2023 | oč. 2024 | oč. 2025 |
|-----------------------------------|-------|-------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Tržby | 1.1 | 27.5 | 1.4 | 30.9 | 180.0 | 234.0 | 304.2 | 401.5 | 481.9 |
| EBITDA | -5.5 | 4.1 | -20.9 | -5.1 | 45.0 | 72.5 | 100.4 | 140.5 | 182.1 |
| EBITDA marže | n.m. | 15% | -1545% | -16.5% | 25.0% | 31.0% | 33.0% | 35.0% | 37.8% |
| Provozní výsledek | -7.0 | 2.0 | -23.4 | -7.0 | 40.8 | 63.8 | 90.2 | 129.0 | 171.6 |
| Finanční výsledek | -0.6 | -1.7 | -0.5 | -2.5 | -0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Čistý zisk | -7.6 | 0.4 | -24.0 | -9.4 | 31.5 | 50.4 | 71.3 | 101.9 | 135.6 |
| Marže čistého zisku | n.m. | 1% | -1767% | -30.6% | 17.5% | 21.6% | 23.4% | 25.4% | 28.1% |
| Zisk na akcii (Kč) | -1.9 | 0.1 | -5.5 | -2.2 | 6.9 | 10.8 | 15.3 | 21.8 | 29.0 |
| Volné cash flow | -10.4 | -14.6 | 6.7 | -1.4 | 16.2 | 53.3 | 72.8 | 98.7 | 132.1 |
| P/E (při ceně 310 Kč/akcie) | | | | | 45.9 | 28.7 | 20.3 | 14.2 | 10.7 |
| EV/EBITDA (při ceně 310 Kč/akcie) | | | | | 30.9 | 18.6 | 12.9 | 8.5 | 5.8 |

Zdroj: J&T Banka, Primoco; Volné cash flow je provozní cash flow minus udržovací kapitálové výdaje

Nízké kapitálové výdaje umožňují vysokou konverzi zisku do hotovosti

Současná výrobní hala v Praze-Radotíně podle nás stačí pokrýt tempo výroby v příštích letech (podle nás v řádu desítek kusů nových letadel vs. kapacita Radotína 50-100 letadel za rok). Firma zároveň nepotřebuje provádět žádné významné investice do vybavení či výroby. I testovací letiště v Krašovicích u Písku již bylo pořízeno. Rozvojový plán na stavbu nové výrobní haly v Krašovicích u Písku by měl být zafinancován z očekávaného SPO. Díky tomu bude firma schopna konvertovat velkou část zisku EBITDA do volného cash flow (viz Tabulka 1).

Firma není zatížena dluhem kromě akcionářské půjčky

Naše projekce hospodaření rovněž nepočítá s dlouhodobým placením úroků vzhledem k tomu, že firma nemá ani neplánuje mít dluh vůči bankám či jiným externím věřitelům. Současný akcionářský úvěr (28 mil. Kč na konci r. 2020) by měl být splacen z výnosu SPO. Zároveň si nejsme vědomi žádných dalších významných závazků společnosti.

Dividendu zatím vzhledem k úrovni hospodaření neprojektujeme

Management Primoca již při IPO v r. 2018 uvedl, že počítá s výplatou dividendy coby důležitou politikou firmy, jakmile to úroveň hospodaření dovolí. Současná úroveň tržeb a zisků neumožňuje výplatu dividendy a společnost nemá stanovenou žádnou dividendovou politiku, a proto s ní v našich projekcích zatím nepočítáme.

Ocenění: Diskontované cash flow a relativní srovnání

Metoda ocenění

Společnost Primoco jsme ocenili modelem diskontovaného volného cash flow pro akcionáře (Free Cash Flow to Equity), jehož parametry jsou v Tabulkách 2 a 3. Model určuje hodnotu firmy jako součet všech budoucích volných peněžních toků diskontovaných do současnosti. Volné peněžní toky jsou určeny naším modelem (Tabulka 1 a Příloha) a diskontní míra je určena jako:

$$\text{cost of equity} = \text{risk-free rate} + \text{equity risk premium}$$

Vzhledem k tomu, že Primoco realizuje tržby ve více státech po celém světě, jsou risk-free rate i equity-risk premia váženým průměrem lokálních sazeb přes 5 geografických oblastí (v rámci nich jde o průměry vybraných zemí) a váhami jsou zde námi očekávané podíly těchto oblastí na tržbách firmy (Tabulka 3). Za risk-free rate používáme výnos 10letého státního dluhopisu v cizí měně (USD, EUR) a equity risk premium je odvozeno od CDS (credit-default spread) dle Damodaran Online. Dodáváme, že nepoužíváme ke stanovení diskontní sazby model WACC (weighted-average cost of capital), ale používáme pouze náklady na vlastní kapitál (cost of equity), jelikož firma nemá dluh vůči žádným externím věřitelům, neplánuje dlouhodobě hospodařit s dluhem a současnou akcionářskou půjčku chápeme pouze jako krátkodobou.

V 1. fázi do r. 2025 máme kompletní projekci hospodaření (viz Tabulka 1 či podrobněji v Příloze) a v 2. fázi hospodaření po r. 2025 počítáme s dlouhodobým růstem cash flow o 5 % ročně. Pro Primoco jsme vypočetli požadovanou míru výnosnosti (diskontní sazbu) ve výši 11,49 %. Diskontní sazba klesla poměrně výrazně oproti hodnotě 14,46 %, kterou jsme použili v ocenění z 15. 5. 2020. Důvodem je pokles equity risk premií ve většině zemí. I tak jde o poměrně vysokou diskontní sazbu, která však reflektuje působení firmy na poměrně rizikových rozvíjejících se trzích na Blízkém východě, v Asii, Africe a v Rusku.

Ocenění provádíme „post-money“, tj. za předpokladu provedení SPO dle našich očekávání výše (tj. poloviční objem upsaných akcií vůči maximálnímu možnému).

Tabulka 2: Ocenění společnosti

| mil. Kč | 1. fáze | | | | | 2. fáze |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| | oč. 2021 | oč. 2022 | oč. 2023 | oč. 2024 | oč. 2025 | oč. 2025+ |
| Volné cash flow pro akcionáře | 59.3 | 38.3 | 57.8 | 98.7 | 132.1 | 2136.7 |
| Diskontované cash flow (současná hodnota) | 54.8 | 31.7 | 42.9 | 65.8 | 78.9 | 1276.9 |
| Hodnota 1. fáze | 274.0 | | | | | |
| Hodnota 2. fáze | | | | | | 1276.9 |
| Hodnota firmy (souč. hodnota) | 1551 | | | | | |
| Férová hodnota akcie (Kč) | 332 | | | | | |
| Roční cílová cena (Kč) | 370 | | | | | |
| Bezriziková míra výnosu | 4.16% | | | | | |
| Akciová prémie | 7.33% | | | | | |
| Náklady na kapitál (požad. míra výnosnosti) | 11.49% | | | | | |
| Dlouhodobá míra růstu cash flow | 5.00% | | | | | |

Zdroj: J&T Banka, Bloomberg, Damodaran online

Tabulka 3: Výpočet nákladů na vlastní kapitál (požadované míry výnosnosti)

| | Bezriziková míra výnosu | Váha | Akciová prémie |
|----------------------------|-------------------------|------|----------------|
| ČR | 1.92% | 5% | 5.31% |
| Rusko | 3.06% | 10% | 6.85% |
| Blízký východ | 4.05% | 30% | 7.65% |
| Asie | 3.25% | 35% | 6.42% |
| Afrika | 7.01% | 20% | 9.20% |
| Vážený průměr | 4.16% | 100% | 7.33% |
| Náklady na vlastní kapitál | 11.49% | | |

Zdroj: J&T Banka, Bloomberg, Damodaran online

Fundamentální ocenění udává hodnotu společnosti cca 1,55 mld. Kč a roční cílovou cenu 370 Kč/akcie

Náš oceňovací model udává současnou hodnotu společnosti 1,55 mld. Kč, tzv. férovou (současnou) hodnotu akcie 332 Kč a roční cílovou cenu 370 Kč. Vidíme tak prostor ke zhodnocení z ceny posledního obchodu na burze ve výši 324 Kč a z očekávané střední ceny úpisu ve veřejném kole SPO, tj. 310 Kč.

Tabulka 4 ukazuje, jak se mění hodnota firmy a cílová cena, pokud se změní požadovaná míra výnosnosti (diskontní sazba) nebo dlouhodobá míra růstu cash flow. To považujeme za podstatné, jelikož rizikovitost rozvíjejících se ekonomik může přinášet výrazné výkyvy diskontní sazby a investor rovněž může mít různé předpoklady o tom, jakou bude mít byznys Primoca dlouhodobou míru růstu cash flow. Například na jaře 2020 vzhledem k událostem ve světové ekonomice došlo i krátkodobě k výrazným změnám složek diskontních sazeb: tzv. bezriziková míra výnosu daná výnosem státních dluhopisů výrazně klesla, zatímco tzv. akciová riziková prémie (equity risk premium) zejména na rozvíjejících se trzích prudce vzrostla. Následně se equity risk premium začalo vracet zpět. Další takové výkyvy mohou výrazně změnit celkovou diskontní sazbu a tím i ocenění firmy.

Tabulka 4: Citlivost ocenění na dlouhodobou míru růstu cash flow a požadovanou míru výnosnosti

| Analýza citlivosti | Dlouh. míra růstu | Požadovaná míra výnosnosti | | | | |
|---|-------------------|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 7.49% | 9.49% | 11.49% | 13.49% | 15.49% |
| Citlivost hodnoty společnosti (mil. Kč) | 1% | 1,767 | 1,313 | 1,034 | 847 | 712 |
| | 3% | 2,459 | 1,654 | 1,232 | 972 | 797 |
| | 5% | 4,263 | 2,301 | 1,551 | 1,157 | 915 |
| | 7% | 20,798 | 3,985 | 2,155 | 1,456 | 1,088 |
| | 9% | n.m. | 19,420 | 3,729 | 2,021 | 1,369 |
| Citlivost současné férové hodnoty (Kč) | 1% | 378 | 281 | 221 | 181 | 152 |
| | 3% | 526 | 354 | 264 | 208 | 171 |
| | 5% | 912 | 492 | 332 | 248 | 196 |
| | 7% | 4,451 | 853 | 461 | 312 | 233 |
| | 9% | n.m. | 4,156 | 798 | 433 | 293 |
| Citlivost roční cílové ceny (Kč) | 1% | 406 | 308 | 247 | 206 | 176 |
| | 3% | 566 | 388 | 294 | 236 | 197 |
| | 5% | 981 | 539 | 370 | 281 | 226 |
| | 7% | 4,785 | 934 | 514 | 354 | 269 |
| | 9% | n.m. | 4,551 | 890 | 491 | 338 |

Zdroj: J&T Banka

Relativní ocenění podle obchodovaných společností

Jako doplňkovou metodu přidáváme srovnání s podobnými společnostmi, a to na základě tzv. tržních násobků. Násobky P/E a EV/EBITDA u Primoca jsme porovnali s výrobcí bezpilotních letadel, kteří jsou již obchodováni na burzách (Tabulka 5). Odhady čistého zisku a zisku EBITDA u Primoca jsou z našeho modelu, zatímco u ostatních společností vycházíme z konsensu trhu podle agentury Bloomberg. Jelikož očekáváme oznámené SPO, násobky u Primoca vypočítáváme při střední ceně nabízeného intervalu 260 – 360 Kč, tj. 310 Kč/akcie. Tato cena by mohla být i indikací pro tržní cenu po dokončení SPO.

Upozorňujeme, že výčet firem je malý a u některých z nich není k dispozici velký počet odhadů hospodaření. Je proto třeba tabulku chápat spíše jako orientační.

Za nejbližší srovnatelné společnosti považujeme AeroVironment (USA) a Elbit Systems (Izrael). Rovněž jsme ze srovnání vyloučili velké americké zbrojařské firmy, které sice bezpilotní letadla vyrábějí, ale ty pro ně znamenají zatím velmi malou část tržeb. Násobky u nich by neměly pro Primoco vypovídací hodnotu.

Tabulka ukazuje, že Primoco je oceněno nad mediánem i průměrem zvolené množiny firem podle P/E i podle EV/EBITDA. Nicméně podotýkáme, průměr je tažen dolů velkými společnostmi Airbus, Textron Systems a Leonardo, které realizují většinu tržeb z jiných produktů a u nichž se neočekává významný růst, což na trhu snižuje jejich poměrové ukazatele. Bližší společnosti AeroVironment a Elbit Systems jsou na násobcích naopak na podobných úrovních jako Primoco. Násobky u Primoca navíc výrazně zvyšuje r. 2021, kdy bude mít firma ještě malý zisk, zatímco např. násobky za r. 2023 jsou díky růstu tržeb a zisku již srovnatelné s ostatními společnostmi.

Tabulka 5: Relativní ocenění (společnosti seřazeny sestupně) – Primoco post-money po SPO, ostatní společnosti k 31. 3. 2021

| Společnost | oč. prům. P/E 2021-23 | Společnost | oč. prům. EV/EBITDA 2021-23 |
|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------------|
| AeroVironment | 36.5 | AeroVironment | 19.6 |
| Airbus | 29.2 | Elbit Systems | 11.6 |
| Elbit Systems | 17.8 | Airbus | 10.6 |
| Textron Systems | 16.2 | Textron Systems | 9.3 |
| Leonardo | 6.2 | Leonardo | 5.0 |
| Průměr | 21.2 | Průměr | 11.2 |
| Medián | 17.8 | Medián | 10.6 |
| Primoco na 310 Kč/akcie | 31.7 | Primoco na 310 Kč/akcie | 20.8 |

Zdroj: Bloomberg, J&T Banka

Závěr

Ziskový byznys model čeká na rozjezd zakázek

Společnost Primoco UAV má podle nás dobré předpoklady ke zvyšování tržeb a ziskovému hospodaření: nabízí konkurenceschopný produkt, podniká v rostoucím segmentu a její hospodaření není zatíženo vysokými fixními náklady ani potřebou opakujících se kapitálových výdajů. Na druhou stranu se od vstupu firmy na burzu ukázalo, že získávání významnějších zakázek je dlouhý proces a že viditelnost (odhadnutelnost) tržeb na nejbližší kvartály a roky je obtížná pro investory i pro management. Za klíčový faktor do příštích let proto považujeme schopnost managementu uzavřít první větší zakázky a rychle firmě vybudovat reputaci.

Naše projekce hospodaření vycházejí z několika zakázek indikovaných managementem pro letošní rok, následovaných postupným růstem v dalších letech. Na základě této projekce společnost oceňujeme metodou diskontovaného cash flow, která nám udává současnou hodnotu firmy 1,55 mld. Kč, férovou hodnotou akcie 332 Kč a roční cílovou cenu 370 Kč/akcie. Vzhledem k ceně posledního obchodu na burze 324 Kč i očekávané střední ceně ve veřejné části SPO 310 Kč tak vidíme u akcií prostor pro zhodnocení.

Podotýkáme, že jak v projekci hospodaření, tak ve stanovení diskontní sazby a dlouhodobé míry růstu vidíme možné významné kolísání. To je dáno obtížnou predikovatelností tržeb firmy a výrazným pohybem úrokových měr a rizikových premií u rozvíjejících se ekonomik. Proto v analýze uvádíme i citlivostní tabulky, které jsou její integrální součástí.

Příležitosti

- Rychle rostoucí obor s řadou aplikací.
- Rozjezd prodeje 233 letadel pro 40 zákazníků (duben 2021), plus možné dodatečné tržby z prodeje náhradních dílů a leteckých prací.
- Výhoda produktu oproti vrtulníkům z hlediska provozních nákladů a oproti konkurenčním bezpilotním letadlům z hlediska pořizovací ceny.

- Relativně vysoká ziskovost již od malého objemu výroby, daná nízkými fixními náklady a v současnosti omezenou konkurencí na světovém trhu (tj. absence výraznějšího tlaku na cenu produktu).
- Případné partnerství s významnou firmou z oblasti letectví a zbrojní výroby může přinést nové zakázky.
- Nulové závazky vůči bankám či jiným externím věřitelům (pouze akcionářská půjčka) a plán podnikání s nulovým dluhem.
- Dlouhodobě plánované vrácení prostředků akcionářům v podobě dividendy.
- Současní akcionáři se zavázali, že jejich podíl dohromady neklesne pod 75 % během 5 let od IPO v r. 2018.
- Generální ředitel je současně největším akcionářem – motivace pro maximalizaci zisku a dlouhodobě i dividendy.
- Oček. růst free-floatu z 6,2 % na 12,4 % po SPO.

Rizika

- Krátká působnost firmy a její malý objem dodávek mohou vyvolávat nejistotu u potenciálních významných zákazníků (tj. přirozená preference velkých a zavedených firem jako garance spolehlivosti).
- Politická nestabilita zemí zákazníka a z toho plynoucí nejistota velikosti a načasování zakázek.
- Raná fáze podnikání – nízká viditelnost tržeb, průběžné upravování produktu, změny cílových zákazníků.
- Napodobitelnost výrobku, tj. potenciální konkurence může v budoucnu sestavovat a nabízet podobná bezpilotní letadla.
- Regulace létání s UAV v Evropě a USA (zákaz civilních UAV mimo oční kontakt pilota) a možné šíření regulace do dalších zemí.
- UAV jsou v ČR tzv. produktem dvojího užití, který k vývozu potřebuje souhlas Ministerstva průmyslu a obchodu (geopolitické riziko vývozu).
- V rozvojových zemích nedostatek kvalifikovaných osob k řízení UAV.
- Personální riziko – závislost úspěchu firmy na klíčové osobě zakladatele a gen. ředitele.
- Omezená likvidita na trhu Start pražské burzy.

Příloha

| CAS, mil. Kč | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | oč. 2021 | oč. 2022 | oč. 2023 | oč. 2024 | oč. 2025 |
|----------------------------|------|-------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Tržby | 1.1 | 27.5 | 1.4 | 30.9 | 180.0 | 234.0 | 304.2 | 401.5 | 481.9 |
| EBITDA | -5.5 | 4.1 | -20.9 | -5.1 | 45.0 | 72.5 | 100.4 | 140.5 | 182.1 |
| <i>EBITDA marže</i> | n.m. | 14.8% | -1544.6% | -16.5% | 25.0% | 31.0% | 33.0% | 35.0% | 37.8% |
| Provozní výsledek | -7.0 | 2.0 | -23.4 | -7.0 | 40.8 | 63.8 | 90.2 | 129.0 | 171.6 |
| Finanční výsledek | -0.6 | -1.7 | -0.5 | -2.5 | -0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Čistý zisk | -7.6 | 0.4 | -24.0 | -9.4 | 31.5 | 50.4 | 71.3 | 101.9 | 135.6 |
| <i>Marže čistého zisku</i> | n.m. | 1.4% | -1767.4% | -30.6% | 17.5% | 21.6% | 23.4% | 25.4% | 28.1% |
| Zisk na akcii (Kč) | -1.9 | 0.1 | -5.5 | -2.2 | 6.9 | 10.8 | 15.3 | 21.8 | 29.0 |

Rozvaha

| CAS, mil. Kč | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | oč. 2021 | oč. 2022 | oč. 2023 | oč. 2024 | oč. 2025 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Celková aktiva | 26.6 | 56.1 | 52.1 | 50.5 | 158.6 | 214.8 | 292.0 | 398.8 | 538.4 |
| Dlouhodobá aktiva | 8.9 | 8.1 | 32.9 | 30.2 | 58.0 | 67.8 | 76.6 | 70.1 | 65.6 |
| Krátkodobá aktiva | 17.7 | 47.9 | 19.1 | 20.2 | 100.6 | 147.0 | 215.3 | 328.6 | 472.7 |
| z toho hotovost | 5.1 | 23.5 | 2.4 | 0.7 | 60.1 | 98.3 | 156.1 | 254.8 | 386.9 |
| Celková pasiva | 26.6 | 56.1 | 52.1 | 50.5 | 158.6 | 214.8 | 292.0 | 398.8 | 538.4 |
| Vlastní kapitál | -7.7 | 55.8 | 31.3 | 21.8 | 154.9 | 205.4 | 276.6 | 378.6 | 514.2 |
| Rezervy | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Závazky | 34.3 | 0.2 | 20.7 | 28.6 | 3.6 | 9.4 | 15.2 | 20.1 | 24.1 |
| Dlouhodobé závazky | 28.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Krátkodobé závazky | 5.3 | 0.2 | 20.7 | 28.6 | 3.6 | 9.4 | 15.2 | 20.1 | 24.1 |

Cash flow

| CAS, mil. Kč | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | oč. 2021 | oč. 2022 | oč. 2023 | oč. 2024 | oč. 2025 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Provozní cash flow | -10.4 | -14.6 | 6.7 | -1.4 | 18.2 | 56.8 | 76.8 | 103.7 | 138.1 |
| Investiční cash flow | -6.9 | -1.1 | -27.8 | -0.2 | -32.0 | -18.5 | -19.0 | -5.0 | -6.0 |
| Finanční cash flow | 18.5 | 34.2 | 0.0 | 0.0 | 73.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| z toho dividendy | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Čisté cash flow | 2.1 | 18.5 | -21.2 | -1.6 | 59.3 | 38.3 | 57.8 | 98.7 | 132.1 |
| Volné cash flow pro akcionáře | n.m. | 18.5 | -21.2 | -1.6 | 59.3 | 38.3 | 57.8 | 98.7 | 132.1 |

Slovníček pojmů

Bazický bod

100 bazických bodů = 1,00 %; nejčastěji se používá u změn úrokových sazeb; zkratka bps (*anglicky Basis Points*)

Book value (účetní hodnota)

hodnota společnosti připadající akcionářům; *Book value = Aktiva - Závazky společnosti*

Brexit

termín označující odchod Spojeného království z Evropské unie, o němž rozhodlo referendum konané 23.6. 2016 (*anglicky British Exit from the European Union*)

Cash flow

peněžní tok, vyjadřuje příjem/výdej peněžních prostředků a schopnost firmy generovat hotovost; výkaz obsahuje cash flow z provozní činnosti, investiční činnosti (kapitálové výdaje) a finanční činnosti (splátky/příjem úvěrů)

CAGR

průměrná roční míra růstu za určité období (např. CAGR 2001-2009) (*anglicky Compound Annual Growth Rate*)

CAPEX

investiční výdaje obvykle na pořízení dlouhodobého majetku (stroje, nemovitosti) (*anglicky CAPITAL EXpenditures*)

CEE

střední a východní Evropa (*anglicky Central and Eastern Europe*)

Čistý dluh/EBITDA

dluh společnosti očištěný o hotovost k zisku EBITDA (přibližný odhad cash flow); často používán vůči srovnatelným společnostem ze sektoru kvůli specifickým odvětví a finanční náročnosti (*anglicky Net Debt/EBITDA*)

Dividendový výnos

výnos akcie, který akcionář obdrží ve formě dividend; vyjadřuje se v procentech jako roční dividendy k současné ceně akcie

Dividendový výplatní poměr

procento ze zisku vyplacené akcionářům ve formě dividend; případně může být vyjádřen v poměru ke cash flow namísto zisku (*anglicky Payout Ratio*)

DPS

dividenda na akcii; část zisku určená k výplatě dividend dělená počtem akcií společnosti (*anglicky Dividend Per Share*)

EBITDA

zisk před odečtením úroků, daní a odpisů (*anglicky Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*); indikátor provozní výkonnosti společnosti a přibližný odhad cash flow; některé společnosti používají termín OIBITDA (*Operating Income Before Interest Tax, Depreciation and Amortization*)

EBITDA marže

poměr zisku EBITDA vůči tržbám (= EBITDA / tržby); určuje míru ziskovosti na jednotku tržeb; vyjadřuje se v procentech; podobně i EBIT marže

EBIT

provozní zisk; zisk před odečtením úrokových nákladů a daní (*anglicky Earnings Before Interests and Taxes*)

ECB

Evropská centrální banka – orgán EU a centrální banka zemí eurozóny (*anglicky European Central Bank*)

EM

rozvíjející se trhy, geograficky je to celá Asie kromě Japonska, východní a střední Evropa, Afrika a Latinská Amerika (*anglicky Emerging Markets*)

EPS

zisk na akcii; podíl zisku (ztráty) na jednu akci (*anglicky Earnings Per Share*)

EV

hodnota podniku; tržní kapitalizace společnosti zvýšená o čistý dluh společnosti (dluh bez likvidních finančních prostředků) (*anglicky Enterprise Value*)

FAANG

skupina amerických společností z oboru informačních technologií a s velkou tržní kapitalizací (Facebook, Amazon, Apple, Netflix a Google)

Fed

centrální banka Spojených států amerických (*anglicky Federal Reserve System*)

Forex

devizový trh; trh měn (*anglicky Foreign Exchange market*)

Goodwill

účetní termín; vyjadřuje u akvizic rozdíl mezi zaplacenou cenou a účetní hodnotou kupované firmy; goodwill se řadí mezi nehmotná aktiva

LTV

poměr dluhů k tržní hodnotě investičních aktiv; používá se především v reálním sektoru (*anglicky Loan to Value*)

Marže

poměr zisku vůči tržbám (= zisk / tržby); určuje míru ziskovosti na jednotku tržeb; vyjadřuje se v procentech; existuje na všech úrovních zisku (EBITDA/EBIT/NI marže) (*anglicky Margin*)

Medián

statistická hodnota, která dělí řadu seřazených výsledků na dvě stejné poloviny; medián na rozdíl od průměru není ovlivněn extrémními hodnotami

MSCI

společnost, která sestavuje prestižní indexy pro akciové a dluhopisové trhy a také svět hedgeových fondů (*anglicky Morgan Stanley Capital International*)

NAV

čistá hodnota aktiv, používaná především v reálním sektoru a u fondů; NAV = investiční aktiva - závazky (*anglicky Net Asset Value*)

NI

čistý zisk; zisk společnosti připadající akcionářům společnosti, který vznikne po odečtení všech nákladů včetně daní (*anglicky Net Income*)

m/m

meziměsíční změna (*anglicky month-on-month; m-o-m*)

OPEC

Organizace sdružující země vyvážející ropu, především z okolí Perského zálivu a Afriky (*anglicky Organization of Petroleum Exporting Countries*)

Pracovní kapitál

Krátkodobá aktiva minus krátkodobá pasiva; vyjadřuje likviditu firmy a schopnost krytí kr. závazků kr. aktivy; také ovlivňuje cash flow (*anglicky Working Capital*)

P/BV

poměr ceny akcie k účetní hodnotě na jednu akcii; jde o poměrový ukazatel, který slouží k porovnání ocenění jednotlivých společností, především v bankovníctví a finančním sektoru (*anglicky Price / Book Value per Share Ratio*)

P/E

vyjadřuje poměr tržní ceny akcie k dosaženému čistému zisku na akcii; jde o poměrový ukazatel, který slouží k porovnání ocenění jednotlivých akciových titulů; čím je ukazatel P/E vyšší, tím je daná akcie vzhledem k zisku (současnému nebo očekávanému) dražší, a naopak (*anglicky Price / Earnings Ratio*)

Rafinérská marže

rozdíl mezi cenou surové ropy a cenou rafinérské produkce (benzín, nafta, oleje); obvykle se vyjadřuje v USD/t

Rentabilita

vyjadřuje poměr dosaženého výsledku společnosti (zisk) k určité položce rozvahy; rentabilita kapitálu (ROE) vyjadřuje výsledek hospodaření / vlastní kapitál; sledované ukazatele jsou také rentabilita aktiv (ROA) a návratnost investice (ROI)

q/q

mezikvartální změna (*anglicky quarter-on-quarter; q-o-q*)

Swap

finanční derivát založený na principu výměny dvou aktiv včetně jejich výnosů a nákladů po stanovenou dobu

SWOT analýza

analýza, která shrnuje silné a slabé stránky, případná rizika a příležitosti; v případě firmy může jít o komplexní analýzu firmy, její produkce a postavení na trhu (*anglicky Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats analysis*)

Současná hodnota

budoucí peněžní toky přepočítány na současnou hodnotu; vychází z časové hodnoty peněz a myšlenky, že investor preferuje určitou částku v přítomnosti před stejnou částkou v budoucích obdobích (*anglicky Present Value*)

Tržní kapitalizace

ukazatel velikosti společnosti; součin tržní ceny a celkového počtu akcií (*anglicky Market Capitalisation*)

WACC

vyjadřuje průměrné náklady společnosti na kapitál; představuje kombinaci nákladů na vlastní a cizí kapitál; v oceňovacích modelech se používá jako diskontní sazba (*anglicky Weighted Average Cost of Capital*)

Y/y (r/r)

meziroční změna (*anglicky year-on-year; y-o-y*)

Kontakty

Obchodování s cennými papíry

| | | | |
|----------------------|--|------------------|-----------------------|
| Jan Pavlík | Vedoucí oddělení | +420 221 710 628 | jpavlik@jtbank.cz |
| Michal Znojil | Obchodování – ČR a zahraničí | +420 221 710 131 | znojil@jtbank.cz |
| Milan Svoboda | Obchodování – ČR a zahraničí | +420 221 710 554 | msvoboda@jtbank.cz |
| Barbora Stieberová | Obchodování – ČR a zahraničí | +420 221 710 613 | stieberova@jtbank.cz |
| Miroslav Nejezchleba | Obchodování – zahraničí (USA) | +420 221 710 633 | nejezchleba@jtbank.cz |
| Marek Trúchly | Obchodování – zahraničí (USA) | +420 221 710 661 | truchly@jtbank.cz |
| Taťána Marešová | Treasury sales pro institucionální klientelu | +420 221 710 300 | tmaresova@jtbank.cz |
| Jan Jandák | Treasury sales - dluhopisy | +420 221 710 762 | jandak@jtbank.cz |

Obchodování – Atlantik, eAtlantik

| | | | |
|-----------------|------------------------------|------------------|-----------------------------|
| Vratislav Vácha | Obchodování – ČR a zahraničí | +420 221 710 677 | vratislav.vacha@atlantik.cz |
| Michal Vacek | Obchodování – ČR a zahraničí | +420 221 710 662 | michal.vacek@atlantik.cz |

Prodej a klientské služby

| | | | |
|------------------|------------------|------------------|---------------|
| Martin Lúdík | Klientské služby | +420 221 710 402 | j&t@jtbank.cz |
| Michaela Brožová | Klientské služby | +420 221 710 645 | j&t@jtbank.cz |

Správa klientských portfolií

| | | | |
|--------------------|-----------------------|------------------|--------------------|
| Roman Hajda | Vedoucí pro investice | +420 221 710 224 | hajda@jtbank.cz |
| Katarína Ščecinová | Portfolio manažer | +420 221 710 498 | scecinova@jtfg.com |

Portfolio management

| | | | |
|----------------|--------------------------------------|------------------|-------------------|
| Martin Kujal | Vedoucí pro investice; dluhopisy | +420 221 710 698 | kujal@jtfg.com |
| Marek Janečka | Portfolio manažer – akcie, komodity | +420 221 710 699 | janecka@jtfg.com |
| Michal Semotan | Portfolio manažer -- akcie | +420 221 710 642 | semotan@jtbank.cz |
| Marek Ševčík | Portfolio manažer - dluhopisy, akcie | +420 221 710 429 | msevcik@jtbank.cz |

Oddělení analýz

| | | | |
|---------------|------------------------------------|--|-------------------|
| Milan Vaníček | Strategie, farma, telekom, chemie | | vanicek@jtbank.cz |
| Milan Lávička | Banky, finanční sektor, energetika | | lavicka@jtbank.cz |
| Pavel Ryska | Média, nemovitosti | | ryska@jtbank.cz |
| Petr Sklenář | Makroekonomika, komodity | | sklenar@jtbank.cz |

J&T Banka, a.s.

J&T Banka, a. s.
 Sokolovská 700/113a, 186 00 Praha 8
 T.: +420.221.710.111 Zelená linka: 800 484 484
 Česká republika
www.jtbank.cz

J&T Banka, a. s., pobočka zahraničnej banky
 Dvořákovo nábřežie 8
 811 02 Bratislava
 T.: +421.259.418.111
 Slovenská republika
www.jt-bank.sk

ATLANTIK finanční trhy, a.s.

Sokolovská 700/113a, 186 00 Praha 8
 T.: +420.221.710.676
 Česká republika

atlantik@atlantik.cz
www.atlantik.cz

Přehled doporučení a vztahy s jednotlivými emitenty

| | Avast | ČEZ | CZG | Erste | Kofola | KB | Moneta Money Bank | O2 CR | PFNonwovens | Philip Morris ČR | Stock Spirits | VIG |
|--|---|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|
| Přehled aktuálních doporučení k vybraným titulům na BCCP | | | | | | | | | | | | |
| Doporučení | Koupit | Koupit | Nehodnoceno | V Revizi | V revizi | Koupit | Koupit | Koupit | Držet | Držet | Nehodnoceno | Držet |
| Cílová cena | 430 GBp (124 Kč) | 721 Kč | Nehodnoceno | V Revizi | V revizi | 836 Kč | 106 Kč | 289 Kč | 899 Kč | V revizi | Nehodnoceno | 24,5 EUR |
| Tržní cena v den doporučení | 374 GBp (106 Kč) | 595 Kč | - | 26,5 EUR | 204 Kč | 580 Kč | 76,6 Kč | 231,5 Kč | 872 Kč | 15 900 Kč | - | 18,1 EUR |
| Datum | 5-IX-2019 | 14-IV-2021 | - | 18-II-2021 | 20-III-2020 | 25-XI-2020 | 18-II-2019 | 29-XI-2018 | 24-I-2018 | 21-IX-2017 | - | 12-V-2017 |
| Analytik/čka | Pavel Ryska | Milan Lávička | Pavel Ryska | Milan Lavicka | Pavel Ryska | Milan Lávička | Milan Lávička | Milan Vaniček | Milan Vaniček | Milan Vaniček | Milan Lávička | Milan Lávička |
| Přehled doporučení k vybraným titulům za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně) | | | | | | | | | | | | |
| Doporučení | Koupit | Koupit | . | Koupit | Koupit | Držet | Koupit | Držet | Prodat | Držet | . | . |
| Cílová cena | 330 GBp (97 Kč) | 708 Kč | . | 40,4 EUR | 435 Kč | 940 Kč | 100 Kč | 260 Kč | 860 Kč | 12705 Kč | . | . |
| Datum | 27-VI-2018 | 23-VII-2020 | . | 31-VIII-2018 | 17-VII-2019 | 11-III-2018 | 21-V-2018 | 21-7-2017 | 26-IX-2017 | 24-VIII-2016 | . | . |
| Doporučení | . | V revizi | . | Držet | Držet | Držet | Koupit | Koupit | . | . | . | . |
| Cílová cena | . | V revizi | . | 34 EUR | 426 Kč | 972 Kč | 98 Kč | 260 Kč | . | . | . | . |
| Datum | . | 3-XI-2019 | . | 21-VIII-2017 | 9-I-2016 | 5-IV-2018 | 1-III-2018 | 31-10-2016 | . | . | . | . |
| Doporučení | . | Koupit | . | . | . | Držet | Koupit | . | . | . | . | . |
| Cílová cena | . | 701 Kč | . | . | . | 996 Kč | 104 Kč | . | . | . | . | . |
| Datum | . | 19-II-2019 | . | . | . | 16-XI-2017 | 13-XI-2017 | . | . | . | . | . |
| Doporučení | . | Koupit | . | . | . | . | Koupit | . | . | . | . | . |
| Cílová cena | . | 568 Kč | . | . | . | . | 102 Kč | . | . | . | . | . |
| Datum | . | 23-11-2017 | . | . | . | . | 4-IX-2017 | . | . | . | . | . |
| Metody ocenění | DFCF | Koupit | . | DDM | DFCF | DDM | DDM | DFCF | DFCF | DDM | . | DDM |
| Četnost doporučení | . | 534 Kč | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu J&T Banky vyšší než 5 %. | ne | 10-XII-2016 | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Přímý či nepřímý podíl J&T Banky na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 % | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Jiný významný finanční zájem J&T Banky a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi. | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 % | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Jiný významný finanční zájem autora publikace ve vztahu k emitentovi. | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Vztahy J&T Banky s jednotlivými emitenty | | | | | | | | | | | | |
| Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců. | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi J&T Bankou a příslušným emitentem. | J&T Banka může mít s emitenty uzavřenou smlouvu o poskytování některých bankovních a finančních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny. | | | | | | | | | | | |
| Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi J&T Bankou a příslušným emitentem. | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |
| J&T Banka market making pro tituly příslušného emitenta. | ano | ano | ano | ano | ano | ano | ano | ano | ano | ano | ano | ano |

Pozn.: DFCF - Model diskontovaného volného cash flow, DDM - Dividendový diskontní model, ERM - Excess return model

Zdroj: J&T Banka

Právní prohlášení

J & T BANKA, a. s., (dále jen „Banka“) je licencovaná banka a člen Burzy cenných papírů Praha, a. s., oprávněná poskytovat investiční služby ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. ATLANTIK finanční trhy, a. s., (dále jen „ATLANTIK FT“) je licencovaný obchodník s cennými papíry oprávněný poskytovat investiční služby ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. Banka v souladu s právními předpisy České republiky, přímo použitelnými nařízeními Evropské unie a svými vnitřními předpisy připravuje, tvoří a rozšiřuje investiční doporučení, ATLANTIK FT tato doporučení rozšiřuje. Činnost ATLANTIKU FT a Banky podléhá dohledu České národní banky, Na Příkopě 28, Praha 1, PSČ 115 03 – <http://www.cnb.cz/>.

V tomto dokumentu jsou zmíněny některé důležité informace a upozornění související s tvorbou a šířením investičních doporučení.

Banka a ATLANTIK FT uveřejňují investiční doporučení vytvořená zaměstnanci Banky (dále také „Analytici“). Analytici vytvářející investiční doporučení nesou plnou odpovědnost za jejich objektivitu.

Stupně investičního doporučení

Banka používá následující stupně investičních doporučení:

- **Koupit/BUY** – předpokládá se, že % rozdíl mezi roční cílovou cenou akcie (určenou jednou z níže uvedených oceňovacích metod) a aktuální tržní cenou je větší, než minimální teoretický požadovaný výnos pro danou akcii. Tento požadovaný výnos je určen jako součet výnosu bezrizikového aktiva (nejdelší státní dluhopis ČR) a součinu koeficientu beta a rizikové prémie (určené individuálně pro každou společnost a odvozené od rizikové prémie pro český trh).
- **Držet/HOLD** – předpokládá se, že % rozdíl mezi roční cílovou cenou akcie (určenou jednou z níže uvedených oceňovacích metod) a aktuální tržní cenou je menší, než minimální teoretický požadovaný výnos pro danou akcii, ale zároveň větší než výnos bezrizikového aktiva.
- **Prodat/SELL** – předpokládá se, že % rozdíl mezi roční cílovou cenou akcie (určenou jednou z níže uvedených oceňovacích metod) a aktuální tržní cenou je menší než výnos bezrizikového aktiva.

Metody oceňování

Banka při oceňování společností a investičních projektů používá v první řadě metodu diskontovaných cash flow (FCFE nebo DDM). Metoda relativního srovnání je nedílnou součástí každého ocenění, ale slouží spíše jako test vypovídací schopnosti diskontní metody, a to z těchto důvodů: (i) rozdílné účetní standardy; (ii) rozdílná velikost firem; (iii) dostupnost informací; (iv) dopad akvizic a dceřiných společností na strukturu účetních rozvah; (v) rozdílné dividendové politiky; a (vi) rozdílná očekávání budoucích ziskových marží. Pokud se fundamentální ocenění a interval hodnot na základě relativního srovnání v zásadě shodují, je to známka správnosti projekcí cash flow a dalších klíčových předpokladů diskontovacího modelu (zvláště diskontní faktor, růst v tzv. „nekonečné fázi“, kapitálová struktura, apod.). V opačném případě je nutno najít faktory vedoucí k zásadní rozdílnosti obou oceňovacích metod.

Opatření bránící vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním nástrojům:

Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkovém zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního stupně a směru. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Banky nebo ATLANTIKU FT nebo ovládací a ovládané právnické osoby nebo právnické osoby tvořící koncern (dále jen „propojená osoba“).

Banka a ATLANTIK FT v rámci dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a organizace vnitřního provozu uplatňují postupy a pravidla stanovená právními předpisy a jejich vnitřními předpisy, které brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním nástrojům obsaženým v investičních doporučeních šířených Bankou a ATLANTIKem FT, a to zejména zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariéry mezi jednotlivými útvary a pravidelnou vnitřní kontrolou.

Zároveň však Banka a ATLANTIK FT upozorňuje na skutečnost, že tento dokument může obsahovat informace týkající se investičních nástrojů nebo emitentů investičních nástrojů, kterých se investiční doporučení přímo nebo nepřímo týká (dále jen „emitent“), u kterých může mít některý ze subjektů náležejících do regulovaného konsolidačního celku Banky své vlastní zájmy. Tyto zájmy mohou spočívat v přímém nebo nepřímém podílu na těchto subjektech, v provádění operací s investičními nástroji týkajícími se těchto subjektů nebo v provádění operací s investičními nástroji uváděnými v tomto dokumentu.

Další upozornění

Banka a ATLANTIK FT a s nimi propojené osoby a osoby, které k nim mají právní nebo faktický vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců anebo jiných zaměstnanců, mohou obchodovat s investičními nástroji či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související a mohou je v rozhodné době nakupovat nebo prodávat, nebo k nákupu anebo prodeji nabízet, ať již jako komisionář, zprostředkovatel či v jiném právním postavení, na veřejném trhu či jinde.

Makléři a ostatní zaměstnanci Banky a ATLANTIKU FT a/nebo s nimi propojené osoby mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategie svým klientům a vlastnímu organizačnímu útvaru obchodování, které odráží názory, jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v investičních doporučeních.

Investoři včetně potenciálních zákazníků Banky nebo ATLANTIKU FT (dále také „Zákazník/Zákaznice“) by měli investiční doporučení považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování. Investiční analýzy a doporučení vydávané Bankou a šířené Bankou, ATLANTIKem FT a/nebo s nimi propojenými osobami byly připraveny v souladu s pravidly chování a interními předpisy pro zvládnání střetů zájmů ve spojení s investičními doporučeními.

Přehled změn stupně investičního doporučení a cenového cíle během posledních 12 měsíců u investičních nástrojů, k nimž vydala Banka investiční doporučení, je uveřejněn způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetové adrese: https://www.jtbank.cz/informacni-povinnost/#povinne_uverejnovane_informace.

Emitent nebyl před vydáním tohoto doporučení s ním seznámen a doporučení tedy nebylo nijak změněno nebo upraveno na základě jeho žádosti.

Samotná investiční rozhodnutí jsou vždy na Zákazníkovi a Zákazník za ně nese plnou odpovědnost.

Přestože investiční doporučení Banky jsou Analytiky připravována v dobré víře kvalifikovaně, čestně a s odbornou péčí, nemůže Banka přijmout odpovědnost a zaručit se za úplnost nebo přesnost informací v nich uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Bance a/nebo ATLANTIKu FT.

Investiční doporučení sdělují názor Analytiků ke dni zveřejnění a mohou být změněna bez předchozího upozornění. Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost v budoucnu. Tento dokument není veřejnou nabídkou na koupi či úpis investičních nástrojů ve smyslu zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů, stejně tak nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Jednotlivé investiční nástroje nebo strategie v investičních doporučeních zmíněné nemusí být vhodné pro každého Zákazníka. Názory a doporučení tamtéž uvedené neberou v úvahu situaci jednotlivých Zákazníků, jejich finanční situaci, cíle nebo potřeby. Investiční doporučení mají sloužit Zákazníkům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání se na informace uvedené v investičních doporučeních. Tito Zákazníci jsou povinni se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní finanční situace. Hodnota či cena jakýchkoliv investic se může měnit v čase a není zaručena návratnost původní investované částky ani výše případného zisku.

Upozornění na možný střet zájmů:

Doplňující pravidla pro uveřejňování zájmů a střetů zájmů podle nařízení EU č. 2016/958.

Banka upozorňuje, že:

- Analytik, který připravil tento report, drží akcie Primoco UAV SE, které koupil 12. 3. 2021 za cenu 256 Kč za akcii.

2021 © J & T BANKA, a. s., ATLANTIK finanční trhy, a. s.