



Analýza společnosti a projekce hospodaření

20. června 2022; 15:00 SEČ

Shrnutí

Český výrobce bezpilotních letounů Primoco UAV prošel za poslední rok významnými změnami vnějšího obchodního prostředí. Společnost měla na jaře 2021 cíl realizovat do konce roku tržby v řádu stovek milionů Kč, ale rok zakončila na zlomku tohoto odhadu (tržby 17,8 mil. Kč). Po zhoršení vztahů mezi Českou republikou a Ruskem Primoco nemohlo realizovat tzv. letecké práce pro ruského zákazníka a pandemie Covid-19 zároveň vedla k odkladu některých plánovaných zakázek na nové letouny. Cíle managementu se tak ukázaly jako příliš optimistické.

Invaze Ruska na Ukrajinu v únoru 2022 však podle nás zcela změnila byznysové prostředí, v němž se Primoco pohybuje. Předně, evropské státy s bezprecedentní rychlostí rozhodly o navýšení výdajů na obranu. Jako příklad obratu v politice zmiňujeme Německo, které po letech nízkých zbrojních výdajů schválilo masivní plán na posílení armády ve výši 100 mld. EUR, z něž má jít třetina do letectva. Za druhé, průběh války na Ukrajině ukázal důležitost bezpilotních prostředků. Primoco nevyrábí vojenská bezpilotní letadla se zbraňovými systémy, ale součástí potřeb armád jsou i bezpilotní letadla jako taktický průzkumný prostředek. Letadla Primoca jsou navíc schopná nosit více senzorů najednou. Rozdíl mezi vojenskými a civilními bezpilotními letadly se tak podle nás mírně stírá.

Pozitivní implikace pro Primoco UAV tak vidíme dvojí:

1. **Vznik nové klientely z řad ozbrojených složek**, které původně neměly být hlavním zdrojem příjmů.
2. **Přenesení těžiště tržeb do Evropy**, zatímco dříve Primoco očekávalo největší poptávku z Blízkého východu a Asie. Výhodou evropských zákazníků z veřejného sektoru je podle nás větší politická stabilita a tím i predikovatelnost tržeb.

Považujeme za pravděpodobné, že součástí nových zbrojních výdajů v Evropě budou i bezpilotní letouny. Výhodou Primoca jako uchazeče v takových zakázkách je podle nás konkurenční cena (nižší než u konkurence z USA a Izraele) a výhoda domácího evropského výrobce. Nevýhodou je pak mládí firmy a malý dosavadní objem zakázek a tím i počet referencí, které mohou případní zákazníci obdržet.

Primoco v červnu 2022 oznámilo, že prodalo evropskému kupci 6 letadel za cca 82 mil. Kč. Spolu s tržbami za 1Q podle nás Primoco letos již přesáhlo tržby 100 mil. Kč (vs. 17,8 mil. loni). **Letošní rok by tak pro Primoco mohl představovat průlom v hospodaření** a cestu k dosahování hmatatelných zisků. Zvýšení poptávky v Evropě po událostech na Ukrajině může být pro Primoco zásadním katalyzátorem, avšak odhadnout dopad na tržby v příštích letech je podle nás stále spojené s vysokou nejistotou.

V tomto dokumentu poskytujeme základní informace o firmě, shrnujeme změnu vnějšího obchodního prostředí, představujeme projekce hospodaření, ukazujeme relativní ocenění ve vztahu ke konkurentům a uvádíme hlavní příležitosti a rizika. **Budoucí trajektorie tržeb je podle nás stále doprovázena vysokou dávkou nejistoty, a proto neuvádíme ocenění společnosti či investiční doporučení.** Přesto se domníváme, že letošní události a již probíhající skok v tržbách mohou znamenat zlom v dosavadním vývoji hospodaření Primoco UAV.

Primoco UAV SE



Základní informace

Primoco UAV SE je českým výrobcem bezpilotních letadel střední velikosti. Primoco vyvinulo model One 150, který má maximální vzletovou hmotnost 150 kg a vytrvalost 15 hodin. Nejčastějším užitím tohoto stroje je ochrana státních hranic a pobřeží, monitoring strategické infrastruktury státu nebo kalibrace letištních radiomajáků. Společnost má klienty v Evropě, na Blízkém východě, v Asii a v Africe. Primoco letadla vyrábí v Praze-Radotíně a zkušební lety provádí na letišti v Krašovicích u Písku, které zakoupila v r. 2019. Na tomto místě také společnost plánuje v budoucnu stavbu nové výrobní haly. Primoco má od r. 2022 civilní provozní oprávnění EASA LUC a nyní pracuje na získání vojenské certifikace letounu dle NATO STANAG.

Akcie společnosti se obchodují na trhu Start Burzy cenných papírů Praha, na němž společnost provedla prvotní úpis akcií (IPO) v r. 2018 a druhotný úpis (SPO) v r. 2021. Generálním ředitelem společnosti je Ladislav Semetkovský, který je rovněž jedním ze dvou zakladatelů a největším akcionářem.

Základní údaje

Cena posl. obchodu na burze	250 Kč
Počet akcií	4 708 910
Tržní kapitalizace	1,2 mld. Kč
Klíčový akcionář:	L. Semetkovský (59,6 %)
Free float	14,3 %

Pavel Ryska

Analytik

ryska@jtbank.cz

1. 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 drony především pro pořízování videí), která jsou k mání pro širokou veřejnost, a komerčními UAV, která si pořízují 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 dohromady 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 Teal Group z r. 2022 by celosvětové výdaje na komerční bezpilotní letadla měly vzrůst z 5,6 mld. USD v současnosti (na roční bázi) na 18,9 mld. USD v r. 2030. To znamená průměrný roční růst trhu asi o 14,5 %. Vzhledem k nízké počáteční bázi výroby a dodávek u Primoca by růst v jeho případě mohl být vysoko nad dynamikou trhu. Jsme názoru, že UAV pro vojenské účely zaznamenají především po letošním propuknutí války na Ukrajině ještě rychlejší růst. Zároveň podotýkáme, že vzestup inflace může nominální výdaje odhadované společností Teal Group výrazně zvýšit, proto chápeme uvedená čísla pouze jako orientační.

Primoco: Zdroje tržeb

Primoco realizuje tržby ze dvou hlavních zdrojů:

- (1) **Prodej letadel modelu One 150.** Standardní dodávka je po 3 kusech za celkovou cenu cca 50 mil. Kč, která zahrnuje i senzory, řídicí stanici a školení pilotů.
- (2) **Prodej náhradních dílů** klientům, kteří si již letadlo zakoupili.

Ještě do loňského roku společnost počítala se zdrojem tržeb i z tzv. leteckých prací, které plánovala provádět v Ruské federaci. Klienti měli platit za monitorovací lety, aniž by letadla vlastnili. Tento zdroj příjmů odpadl vzhledem k ukončení činnosti firmy v Rusku v lednu 2022.

Hlavním zdrojem tržeb je prodej letadel. Prodej většího počtu letadel s sebou obvykle nese i smlouvu na následný prodej náhradních dílů, tedy zakázky na letadla s sebou přinášejí i částečnou setrvačnost tržeb do budoucna.

Výrobní kapacita a aktuální výhled společnosti

Primoco v investorských prezentacích (4/2021 a 5/2022) zveřejnilo několik předpokladů k výrobě a hospodaření:

- **Současná kapacita 50-100 letadel, dlouhodobě 250 ks letadel ročně.** Současná výrobní hala v Praze-Radotíně má kapacitu 50-100 letadel ročně a k navýšení kapacity management plánuje výstavbu nové haly v Krašovicích u Písku, přímo u letiště vlastního Primocem. Stavbu haly očekáváme nejdříve v r. 2025, v závislosti na velikosti přijatých zakázek. Stavba by byla financována především z provozního cash flow. (V projekci hospodaření níže jsme konzervativní a očekáváme do r. 2026 dodávky ne vyšší než v řádu desítek letadel ročně, tj. realizace zakázek není v našem modelu podmíněna výstavbou nové haly.)
- **V r. 2022 Primoco očekává prodej celkem 40 letadel různým klientům za celkem cca 500 mil. Kč, a to při EBITDA marži 40 %.** Jsme názoru, že jde pouze o orientační výhled a že skutečné tržby se mohou výrazně lišit, protože získání či absence jedné významné zakázky může prudce vychýlit úroveň tržeb. V naší projekci jsme opatrní a pro letošek čekáme tržby 223,1 mil. Kč (detaily viz část 3, hlavně Tabulka 2).

Letadlo a výroba: vybraná specifika

Za důležité informace o výrobě a prodeji Primoca považujeme:

- **Výrobek:** Primoco vyvinulo středně velké bezpilotní letadlo One 150, kde uvedené číslo znamená max. vzletovou hmotnost v kg. Letadla mají dolet do cca 2000 km, vytrvalost 15 hodin a létají rychlostí 100 – 150 km/h. Start a přistání vyžadují letiště o délce 300 m.
- **Užití:** Dva hlavní účely nevojenských bezpilotních letounů 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, armáda). V menší míře se letadla používají k mapování dolů, stavebních projektů, přírodních soustav, atd. Jsme nicméně názoru, že po propuknutí války na Ukrajině se ostrý rozdíl mezi vojenskými a civilními UAV

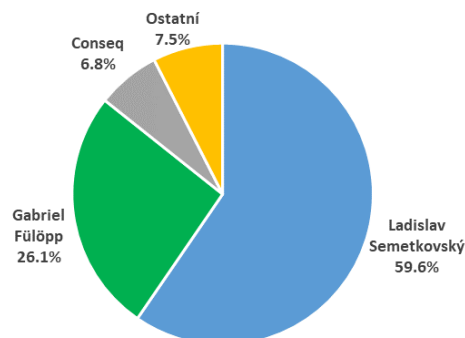
bude částečně stírat. Civilní letouny totiž mohou být použity armádami k monitorování a zaměřování souřadnic nepřítele nebo pohybu techniky, přestože nejsou vybaveny žádnými zbraněmi. Toto může být pro Primoco klíčové.

- **Geografické rozložení poptávky:** Do r. 2021 společnost očekávala největší prodeje na Blízkém východě a v Asii a jako druhotné trhy viděla Afriku a Evropu. Omezenost prodeje do Evropy pramenila z přísné regulace civilních bezpilotních letounů, která v EU nepřipouští intenzivní provoz těchto letadel soukromými subjekty. Situace od začátku války na Ukrajině je zásadně jiná – Primoco nyní očekává silnou poptávku v Evropě ze strany veřejného sektoru, která by se měla do budoucna podílet na tržbách z 50 %. Blízký východ a Asie by měly zaujímat cca 25 % a zbytek by si měly rozdělit Afrika a jižní Amerika.
- **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) a ohrožení posádky při haváriích. 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. 2026 a pro tento objem by tato kapacita měla s rezervou stačit.
- **Certifikace.** Od r. 2019 má Primoco skrze dceřinou firmu Primoco UAV Defence českou licenci na obchod s vojenským materiálem. Letoun Primoca sám o sobě není vojenským produktem, ale za vojenský materiál se považují některé senzory, elektronika a software, které letoun využívá. Primoco bylo v říjnu 2020 uznáno Odborem dohledu nad vojenským letectvím Ministerstva obrany ČR jako schválená výrobní a vývojová organizace. 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. Od r. 2022 pak Primoco drží certifikaci EASA LUC (Light Unmanned Certificate) od Úřadu pro civilní letectví. Ta umožňuje provádět leteckou činnost s interním schválením provozu na úrovni společnosti bez dalšího schvalování národními leteckými úřady v EU. Toho Primoco využilo v dubnu 2022, kdy provedlo s certifikací LUC lety ve vojenském vzdušném prostoru Bundeswehru Ingolstadt-Manching. Primoco chce výhledově získat certifikaci NATO STANAG 4703. Všechny uvedené certifikace a zkušební lety jsou podle nás důležitými kroky pro získávání evropských zakázek.

Akcionářská struktura

Primoco mělo k 17.6. 2022 vydáno 4 708 910 akcií. Generální ředitel Primoca Ladislav Semetkovský je nadále majoritním akcionářem s podílem 59,6 % (viz Obrázek 1) a spolu s druhým zakladatelem firmy Gabrielem Fülöpem drží dohromady cca 85,7 % akcií firmy. Zbýlých 14,3 % akcií tvoří podíl volně obchodovaných akcií (free float), kam řadíme i podíl investiční společnosti Conseq (6,8 %).

Obrázek 1: Struktura akcionářů k 17. 6. 2022



Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

Free float se výrazně zvýšil (z předchozích 6,2 %) po druhotném úpisu akcií (SPO) z května 2021, v němž firma vydala nové akcie na financování dalšího rozvoje a splacení akcionářské půjčky. V SPO bylo upsáno 364 200 nových akcií ve dvou kolech za ceny 240 a 260 Kč/akcie. Výnos z IPO pro společnost činil 90,5 mil. Kč.

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.

2. Vnější prostředí: Boom ve zbrojních výdajích s dopadem na bezpilotní letouny

Válka na Ukrajině přinesla historickou revizi zbrojních výdajů

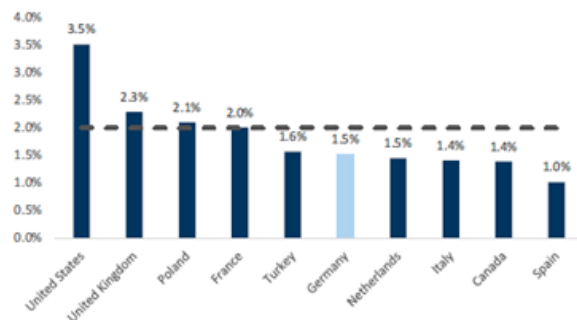
Invaze Ruska na Ukrajinu v únoru 2022 způsobila v řádu pouhých dní zcela bezprecedentní revizi zbrojních výdajů v evropských zemích. Zvýšení zbrojních výdajů lze čekat prakticky u všech evropských členů NATO a EU, ale nejvýraznější bude podle nás u zemí, které zatím nedodržovaly výši 2 % HDP výdajů na obranu, kterou doporučují stanovy NATO. Mezi ty patří velké země jako Německo, Itálie či Španělsko (viz pravý graf Obrázku 2). Vzhledem k dosavadním výdajům znamená dosažení 2% cíle vůči HDP u těchto zemí prudký nárůst výdajů, a to o 30 až 100 %.

Obrázek 2: Zbrojní výdaje v Evropě

Exhibit 1: We estimate a step up to 2% of GDP would see the budget rise to c.€70bn
German defence spend in €bn, as % GDP



Exhibit 3: However, Germany previously has not met the NATO commitment to spending 2% of GDP on Defence
Defence spend in Europe as % GDP



Zdroj: Goldman Sachs

V čele je Německo s obřím fondem 100 mld. EUR na obranu

Zdaleka největší revizi výdajů představilo během jara 2022 Německo. Nejenom že plánuje urychleně dosáhnout ve výdajích 2% cíle vůči HDP (viz levý graf Obrázku 2), ale mimo to představilo speciální zbrojní fond ve výši 100 mld. EUR. Ten bude stát mimo standardní rozpočet a nebude se na něj vztahovat dluhová brzda, aby nemohl být jakkoli ohrožen případnými úsporami v německých veřejných financích. Tento fond, jehož schvalování bylo dokončeno 10.6. 2022, má podle kancléře Olafa Scholze Německu umožnit vybudovat „největší konvenční armádu v Evropě“. Třetina ze stamilardového fondu má být použita na letecké síly. Jsme názoru, že ty budou zahrnovat i bezpilotní prostředky, a to jak útočné od dodavatelů jako Aerovironment či Elbit Systems, tak monitorovací, které vyrábí např. Primoco.

Případný kontrakt pro Bundeswehr by měl přesah na další země

Úspěšné testování letadel Primoca ve vojenském prostoru Bundeswehru v dubnu 2022 (viz výše) podle nás naznačuje, že společnost má šanci dodávat Německu bezpilotní letouny. Ty mohou být jak pro vlastní potřeby Bundeswehru, tak pro případné dodání na Ukrajinu. Pokud by společnost získala kontrakt pro německou armádu, výrazně by se zvýšila šance dodávat větší počty letadel dalším evropským zemím. Zakázky pro evropské země se letos již rozbíhají v řádu jednotek letadel (viz níže v části 3), ale případný kontrakt pro Bundeswehr by měl potenciál posunout objemy na novou úroveň.

Razantní obrat ve zbrojních výdajích našeho největšího souseda a největší evropské země NATO je podle nás výrazně pozitivní zprávou pro Primoco do dalších let.

3. Hospodaření: Skok v tržbách v r. 2022, ale vysoká míra nejistoty do budoucna

Obecná charakteristika:
Nízké fixní náklady a mírná konkurence mohou přinést vysokou ziskovost

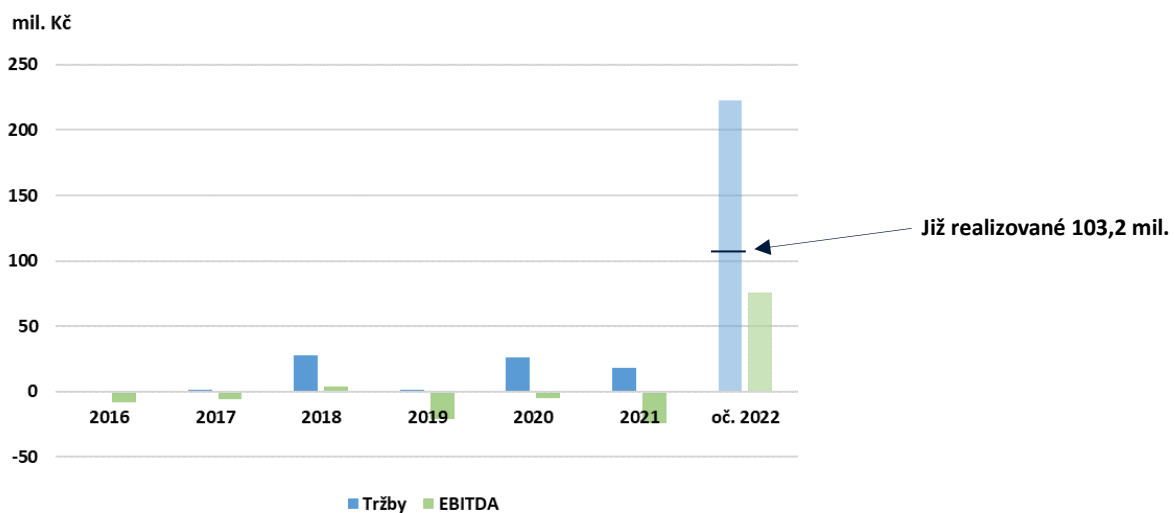
Primoco má z pohledu investora poměrně dobře čitelný výrobní model. Firma vyrábí vlastní komponenty jako kostru letounu (tzv. „drak“), motor či ovládací stanici. Autopiloty a datalink (komunikace mezi letadlem a pozemní stanicí) Primoco odebírá od zahraničních dodavatelů a letadla sestavuje. Cca 70 % 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 přírůžkou. Primoco podle nás nabízí jeden z nejlevnějších produktů v této kategorii. Management dlouhodobě očekává EBITDA marži ve výši cca 40 %.

Tabulka 1: Zakázky a tržby Primoca v r. 2022: realizované a očekávané managementem

	Počet letadel	Hodnota v mil. EUR	Hodnota v mil. Kč	Stav
Realizované				
Zákazník #1 (= 1Q22)	1	-	21,7	Dodáno v 1Q
Zákazník #2	6	3,3	81,5	Dodáno ve 2Q
Tržby realizované			103,2	
Očekávané v krátkém období				
Zákazník #3	4	2,7	66,7	Očekáváno
Tržby včetně oček. zakázky			169,9	

Zdroj: J&T Banka, Primoco UAV

Obrázek 3: Tržby a zisk EBITDA – historie a náš odhad pro letošní rok



Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

Rok 2022: Průlom v tržbách tažený situací v Evropě

Primoco vykazovalo až do r. 2021 nízké a kolísavé tržby, které nepřesáhly roční úroveň 30 mil. Kč (viz Obrázek 3). Tyto tržby neumožňovaly tvorbu hmatatelného zisku, jelikož společnost současně investovala do vnitřních systémů a do certifikací letadel.

Vývoj v roce 2022 přináší z pohledu tržeb zásadní změnu. Společnost před koncem 2. kvartálu 2022 oznámila, že prodala 6 kusů letounu One 150 evropskému zákazníkovi. Cena prodeje je 3,3 mil. EUR, tj. cca 82 mil. Kč. Jde s přehledem o největší zakázku, jakou zatím společnost realizovala. Primoco reportovalo za 1Q tržby 21,7 mil. Kč a s touto nově oznámenou zakázkou tak letošní tržby již přesáhly 100 mil. Kč. (Pro srovnání, loni činily pouze 17,8 mil.) Gen. ředitel Primoca Ladislav Semetkovský v oznámení navíc uvedl, že firma čeká v příštích týdnech podpis prodeje dalších 4 letadel za 2,7 mil. EUR,

tj. asi 67 mil. Kč. Uvedené informace znamenají, že tržby Primoca za letošní rok budou s jistotou vyšší než celé souhrnné tržby za dosavadní historii firmy a že společnost může letos prvně dosáhnout tržeb v řádu stovek milionů Kč (viz Tabulka 1 a Obrázek 3).

Projekce do r. 2026:

Očekáváme rostoucí tržby a zisky, ale nevyklučujeme vysokou kolísavost

Naše projekce hospodaření je na 5 let do r. 2026 (Tabulka 2). Náš odhad letošních tržeb vychází z dosavadní výkonnosti za 1. polovinu roku, přičemž čekáme, že společnost si zajistí další prodeje ve zbytku roku. Náš odhad pro letošní tržby 223,1 mil. Kč je výrazně konzervativní vzhledem k výhledu společnosti (tržby 500 mil. Kč). Jsme názoru, že opatrnost je na místě vzhledem k opakovaným zpožděním v zakázkách z minulých let. Přesto čekáme, že letošní skok v tržbách se bude propisovat i do dalších let. Zvýšená poptávka po bezpilotních letadlech v reakci na válku na Ukrajině bude pokračovat a navíc čekáme, že již získané zakázky v Evropě poslouží jako reference pro další zákazníky, což Primocu pomůže k dalším tržbám. Očekáváme proto růst tržeb do dalších let. Přesto podotýkáme, že skutečný vývoj tržeb může být výrazně odlišný na obě strany. V současné fázi firmy není možné tržby přesně odhadovat.

EBITDA marži projektujeme v příštích letech mezi 30-40 %. I zde jsme opatrnější než management (odhad 40 %), jelikož je možné, že komponenty kupované do letadel Primoca ze zahraničí budou výrazně podražovat. Na druhou stranu, větší objem tržeb může snadno maržím pomoci. Proto i zde upozorňujeme na obtížnost projekcí a možnost, že se EBITDA marže může odchylovat v obou směrech. Společnost má nulový dluh, proto se čistý zisk bude podle nás odvíjet v těsné závislosti na provozním zisku a rozdílem mezi nimi bude pouze placená daň.

Tabulka 2: Projekce hospodaření a tržní násobky na ceně akcie 268 Kč/akcie

CAS, mil. Kč	2018	2019	2020	2021	oč. 2022	oč. 2023	oč. 2024	oč. 2025	oč. 2026
Tržby	27,5	1,4	26,0	17,8	223,1	280,1	313,7	338,8	362,5
EBITDA	4,1	-20,9	-5,0	-24,6	75,9	96,9	110,4	122,0	132,0
EBITDA marže	14,8%	-1544,6%	-19,1%	-138,5%	34,0%	34,6%	35,2%	36,0%	36,4%
Provozní výsledek	2,0	-23,4	-7,0	-27,5	72,9	93,7	106,6	118,1	127,7
Finanční výsledek	-1,7	-0,5	-2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	0,4	-24,0	-9,4	-28,0	57,6	74,0	84,2	93,3	100,9
Marže čistého zisku	1,4%	-1767,4%	-36,2%	-157,3%	25,8%	26,4%	26,8%	27,5%	27,8%
Zisk na akcii (Kč)	0,1	-5,5	-2,2	-6,1	12,2	15,7	17,9	19,8	21,4
Volné cash flow	-14,6	6,7	-1,4	-58,7	51,3	69,3	75,7	92,6	100,8
P/E					21,9	17,0	15,0	13,5	12,5
EV/EBITDA					15,6	11,5	9,5	7,8	6,6
P/Sales					5,7	4,5	4,0	3,7	3,5

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. Díky tomu bude firma schopna konvertovat velkou část zisku EBITDA do volného cash flow (opět viz Tabulka 2). Volné cash flow definujeme jako provozní cash flow minus udržovací kapitálové výdaje a tento ukazatel naznačuje, jaké cash flow je společnost schopna vytvářet buď pro investice či akvizice, nebo na rozdělení mezi akcionáře. Jediný významný kapitálový výdaj, který projektujeme pro nejbližší období, je investice do získání důležité certifikace STANAG používané státy NATO. Tuto investici odhadujeme na 5 mil. Kč v období 2022-23. Tyto kapitálové výdaje jsou však velmi nízké relativně k zisku EBITDA, který je firma schopna z tržeb generovat.

Společnost plánuje v řádu několika let začít se stavbou nové výrobní haly v Krašovicích u Písku. Kapitálové výdaje na tento projekt očekáváme až od r. 2025 vzhledem k tomu, že společnost bude teprve žádat o stavební povolení. Financování stavby půjde podle nás primárně z provozního cash flow

a neočekáváme, že by stavba byla financována na dluh. Projekt však nyní pro firmu není vzhledem k dostatečné kapacitě haly v Radotíně urgentní, a proto ani načasování ani cena projektu zatím nejsou známy. Samotný projekt vnímáme jako závislý na objemu zakázek a podotýkáme, že i na tržby ve vyšších stovkách mil. Kč postačuje současná výrobní kapacita.

Firma není zatížena dluhem

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. Dřívější akcionářský úvěr (28 mil. Kč na konci r. 2020) byl splacen z loňského druhotného úpisu akcií (SPO). Zároveň si nejsme vědomi žádných dalších významných závazků společnosti.

Dividendu zatím vzhledem k úrovni hospodaření neprojektujeme

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

Násobky ocenění klesají díky růstu zisku

Tabulka 2 rovněž ukazuje, že pokud se zhruba vyplní naše projekce letošního hospodaření, akcie společnosti jsou naceněny při ceně 268 Kč/akcie na očekávaném P/E pro letošní rok cca 22 a EV/EBITDA cca 16. Tyto násobky klesají v dalších letech díky růstu zisku. Získání jakékoli větší zakázky nad náš odhad a realizace očekávaného zisku z ní však může násobky výrazně stlačit.

4. Relativní ocenění vůči veřejně obchodovaným společnostem

Výběr společností do srovnání

Vzhledem k vysoké nejistotě pro odhady hospodaření neuvádíme fundamentální ocenění firmy. Jako alternativní metodu nabízíme 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 obchodováni na burzách (Tabulka 3). Odhady čistého zisku a zisku EBITDA u Primoca jsou z našeho modelu, zatímco u ostatních společností vycházíme z konsensu trhu podle agentury Bloomberg. Násobky u Primoca jsou kalkulovány k tržní ceně 268 Kč/akcie. 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), které mají jako hlavní předmět činnosti (či jeden z hlavních) výrobu bezpilotních letadel. Striktně vzato jsou pouze tyto dvě společnosti dobře použitelné pro srovnání s Primocem. (I zde podotýkáme, že AeroVironment a Elbit vyrábějí vojenské bezpilotní letouny, zatímco Primoco monitorovací letouny bez zbraňových systémů.) Dále jsme zařadili společnosti Airbus (Německo, Francie), Leonardo (Itálie) a Textron (USA), které mají své produkty v oblasti bezpilotních letounů, avšak tyto pro ně nepředstavují výraznou část tržeb. Zcela jsme pak vyloučili některé obří americké zbrojařské firmy, které sice bezpilotní letadla vyrábějí, ale ty pro ně znamenají zanedbatelnou část tržeb. Násobky u nich by neměly pro Primoco prakticky žádnou vypovídací hodnotu.

Tabulka 3: Relativní ocenění (společnosti seřazeny sestupně) – k 17. 6. 2022

Společnost	oč. prům. P/E 2022-24	Společnost	oč. prům. EV/EBITDA 2022-24
AeroVironment	40,9	AeroVironment	21,3
Elbit Systems	20,7	Elbit Systems	14,8
Airbus	14,7	Textron	7,7
Textron	12,5	Airbus	7,1
Leonardo	6,9	Leonardo	4,8
Průměr	19,2	Průměr	11,1
Medián	14,7	Medián	7,7
Primoco	18,0	Primoco	12,2

Zdroj: Bloomberg, J&T Banka; Primoco odhady dle J&T Banky, ostatní společnosti dle Bloombergu

Primoco není trhem naceněno vysoko relativně vůči srovnatelným firmám

Tabulka ukazuje, že Primoco je nyní oceněno poblíž průměru u P/E i EV/EBITDA u celé zvolené množiny firem. V množině je však vidět výrazný rozptyl. Podle obou násobků vychází jako výrazně dražší společnosti AeroVironment a Elbit, které se specializují na bezpilotní technologie. To je dáno tím, že se u těchto společností očekává výrazný růst hospodaření a nové příležitosti pro růst, a investoři jsou tak ochotni platit vyšší násobky než u velkých, diverzifikovaných společností ve zbytku množiny. Právě AeroVironment a Elbit jsou byznysem Primocu výrazně bližší. Pokud bychom tedy násobky Primoca srovnávali s těmito společnostmi, Primoco by vycházelo jako relativně levně na současných cenách.

Nicméně také je třeba vzít v úvahu, že společnosti AeroVironment a Elbit jsou nesrovnatelně větší než Primoco (obě mají v přepočtu tržby v řádu miliard až desítek miliard Kč, zatímco u Primoca čekáme pouze stovky milionů ročně v příštích letech). Proto podle nás dává u Primoca smysl určitý diskont v ocenění za jeho ranou fázi vývoje a nízkou penetraci jeho produktů na trhu.

Porovnání Primoca s trhem bude zásadně záviset na letošním vývoji hospodaření

Celkově lze ale podle nás uzavřít, že Primoco se nejví jako vysoko naceněné vůči nejbližším srovnatelným firmám ani širší množině zbrojařů. Také podotýkáme, že naše odhady hospodaření jsou výrazně konzervativnější než výhled managementu na letošní rok. (Náš odhad tržeb je 223 mil. vs. výhled managementu 500 mil. Kč.) Pokud by se naplnil výhled managementu, nacenění Primoca bychom požadovali za výrazně levně vůči trhu.

5. Závěr

Příznivé vnější prostředí nabízí Primocu mimořádnou příležitost

Z pohledu investora přinesl rok 2022 dvě podstatné a zároveň propojené události. Válka na Ukrajině bezprecedentní rychlostí zvýšila obranné výdaje evropských států a jejich zájem o zbraňové systémy. Bepilotní letouny jsou sice nadále rodícím se oborem, ale probíhající válka ukazuje mimo vše pochybnost jejich rostoucí význam. To platí jak ve smyslu bojových bepilotních letounů, tak monitorovacích letounů sledujících pohyb lidí či techniky.

Tato překotná změna se již odrazila i na hospodaření Primoca. Zatímco v minulých letech se společnost nedařilo dosáhnout významnějších tržeb, za letošní rok již překonala tržby 100 mil. Kč právě od evropských zákazníků a očekává další zakázky. Tím směřuje k provoznímu (a i čistému) zisku v řádu desítek mil. Kč. Letošní rok může podle nás předurčit hospodaření Primoca na dlouhou dobu dopředu. Je zcela klíčové, aby využilo zvýšeného zájmu evropských vlád o monitorovací bepilotní letouny a získalo zakázky, které nastartují dlouhotrvající obchodní vztahy a poslouží jako reference pro další zákazníky.

Jsme názoru, že letošní skok v obranných výdajích v Evropě není jen krátkodobý. Vlády několika zemí v čele s Německem veřejně přiznaly, že jejich armády byly doposud v podstatě nebeschopné vůči většímu protivníkovi, a tento deficit bude podle nás pohánět výdaje do dalších let. To vytváří pro Primoco mimořádnou příležitost.

Projekce jsou spojené s vysokou nejistotou, ale letošní rok naznačuje první větší úspěchy

Naše projekce hospodaření počítá se skokem tržeb ze 17,8 mil. loni na 223,1 mil. letos, což je podepřeno již dosaženými prodeji, a dále s plynulejším růstem v dalších letech. Tato projekce je výrazně konzervativnější než výhled managementu, ale je podle nás oprávněná vzhledem k tomu, jaká zpoždění se objevovala v získávání zakázek v minulých letech. Zároveň podotýkáme, že jakákoli projekce hospodaření je v případě Primoca nyní spojena s vysokou dávkou nejistoty. Společnost může získat významnou zakázku, což by naznačovaly provedené zkušební lety pro Bundeswehr, a potom by naše projekce byly přehnaně opatrné. Zároveň se ale testování letadel u jednotlivých zákazníků a schvalování zakázek může táhnout měsíce až kvartály, a potom je na místě opatrnost. Proto je třeba odhady brát s rezervou.

Z těchto důvodů jsme se zdrželi fundamentální valuace společnosti dle diskontovaného cash flow. Domníváme se, že taková valuace bude mít větší smysl, jakmile bude jasnější, do jaké míry dokáže Primoco současných příležitostí využít a v jakém intervalu se budou pohybovat jeho tržby. Dle alternativní metody – relativního srovnání s obchodovanými společnostmi – ukazujeme, že Primoco není na současné tržní ceně naceněno vysoko, pokud se zhruba vyplní naše projekce hospodaření.

Celkově jsme názoru, že současné prostředí nabízí Primocu unikátní příležitost získat tržní podíl na evropském trhu. Dosavadní letošní vývoj ukazuje, že se společnost této příležitosti již přinejmenším z části chopila.

Příležitosti

- Celosvětově rychle rostoucí obor bezpilotních letadel s řadou aplikací.
- Prudký nárůst obranných výdajů v Evropě po invazi Ruska na Ukrajinu včetně očekávaných vyšších výdajů na monitorovací bezpilotní systémy.
- Pro r. 2022 společnost očekává prodej cca 40 letadel a tržby okolo 500 mil. Kč; již realizovala tržby za cca 100 mil. Kč.
- 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).
- Získání evropské certifikace EMAR 21 pro výrobce vojenské letecké techniky, certifikace EASA LUC a probíhající certifikace dle standardu NATO STANAG 4703.
- Případné partnerství s významnou firmou z oblasti letectví a zbrojní výroby může přinést nové zakázky.
- Nulové závazky vůči bankám či jiným externím věřitelům.
- Hlavní akcionáři L. Semetkovský a Gabriel Fülöpp 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.

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).
- Personální riziko – závislost úspěchu firmy na klíčové osobě zakladatele a gen. ředitele Ladislava Semetkovského.
- Politická nestabilita některých zákaznických zemí (Blízký východ) a z toho plynoucí nejistota velikosti a načasování zakázek.
- Raná fáze podnikání – nízká viditelnost tržeb a změny cílových zákazníků z pohledu investora.
- Napodobitelnost výrobku, tj. potenciální konkurence může v budoucnu sestavovat a nabízet podobná bezpilotní letadla.
- Nárůst cen komponent odebíraných ze zahraničí.
- Regulace civilního 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.
- Případné oslabení eura vůči české koruně (zakázky jsou účtované v eurech).
- Omezená likvidita akcií Primoca na trhu Start pražské burzy.

Příloha

Výsledovka

CAS, mil. Kč	2018	2019	2020	2021	oč. 2022	oč. 2023	oč. 2024	oč. 2025	oč. 2026
Tržby	27,5	1,4	26,0	17,8	223,1	280,1	313,7	338,8	362,5
EBITDA	4,1	-20,9	-5,0	-24,6	75,9	96,9	110,4	122,0	132,0
<i>EBITDA marže</i>	14,8%	-1544,6%	-19,1%	-138,5%	34,0%	34,6%	35,2%	36,0%	36,4%
Provozní výsledek	2,0	-23,4	-7,0	-27,5	72,9	93,7	106,6	118,1	127,7
Finanční výsledek	-1,7	-0,5	-2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	0,4	-24,0	-9,4	-28,0	57,6	74,0	84,2	93,3	100,9
<i>Marže čistého zisku</i>	1,4%	-1767,4%	-36,2%	-157,3%	25,8%	26,4%	26,8%	27,5%	27,8%
Zisk na akcii (Kč)	0,1	-5,5	-2,2	-6,1	12,2	15,7	17,9	19,8	21,4

Rozvaha

CAS, mil. Kč	2018	2019	2020	2021	oč. 2022	oč. 2023	oč. 2024	oč. 2025	oč. 2026
Celková aktiva	56,1	52,1	50,5	84,7	164,4	251,1	338,0	434,3	538,1
Dlouhodobá aktiva	8,1	32,9	30,2	32,4	32,2	31,7	31,9	35,1	52,9
Krátkodobá aktiva	47,9	19,1	20,2	52,3	132,3	219,4	306,1	399,2	485,2
z toho hotovost	23,5	2,4	0,7	28,2	77,0	143,8	217,5	305,1	385,9
Celková pasiva	56,1	52,1	50,5	84,7	164,4	251,1	338,0	434,3	538,1
Vlastní kapitál	55,8	31,3	21,8	84,4	142,0	216,1	300,3	393,6	494,5
Rezervy	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Závazky	0,2	20,7	28,6	0,2	22,3	35,0	37,6	40,7	43,5
Dlouhodobé závazky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé závazky	0,2	20,7	28,6	0,2	22,3	35,0	37,6	40,7	43,5

Cash flow

CAS, mil. Kč	2018	2019	2020	2021	oč. 2022	oč. 2023	oč. 2024	oč. 2025	oč. 2026
Provozní cash flow	-14,6	6,7	-1,4	-58,7	51,5	69,6	77,7	94,6	102,8
Investiční cash flow	-1,1	-27,8	-0,2	-4,4	-2,7	-2,8	-4,0	-7,0	-22,0
Finanční cash flow	34,2	0,0	0,0	90,5	0,0	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	18,5	-21,2	-1,6	27,4	48,8	66,8	73,7	87,6	80,8

Volné cash flow pro akcionáře	18,5	-21,2	-1,6	27,4	48,8	66,8	73,7	87,6	80,8
-------------------------------	------	-------	------	------	------	------	------	------	------

Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

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 akcii (*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 bankovním 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
Vratislav Vácha	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 663	vacha@jtbank.cz
Michal Vacek	Obchodování – ČR a zahraničí	+420 221 710 662	vacek@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

Správa clientských portfolií

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

Portfolio management

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

Oddělení analýz

Milan Vaníček	Strategie, farma, telekom, chemie		vanicek@jtbank.cz
Milan Lávička	Banky, finanční sektor, energetika		lavicka@jtbank.cz
Pavel Ryska	Antivirus, nemovitosti, média, spotř. zboží		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

Přehled doporučení a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	ČEZ	Colt CZ Group	Erste	Kofola	KB	Moneta Money Bank	Philip Morris ČR	VIG
Přehled aktuálních doporučení k vybraným titulům na BCCP									
Doporučení	Nehodnoceno	Koupit	Koupit	Koupit	V revizi	Koupit	Koupit	Držet	Držet
Cílová cena	Nehodnoceno	1 623 Kč	865 Kč	52 EUR	V revizi	1 021 Kč	105 Kč	V revizi	24,5 EUR
Tržní cena v den doporučení	626 GBp (180,6 Kč)	800 Kč	618 Kč	45 EUR	204 Kč	930 Kč	88 Kč	0	18,1 EUR
Datum	11-II-2022	26-V-2022	30-III-2022	10-II-2022	20-III-2020	23-II-2022	31-V-2022	21-IX-2017	12-V-2017
Analytik/čka	Pavel Ryska	Milan Lávička	Pavel Ryska	Milan Lávička	Pavel Ryska	Milan Lávička	Milan Lávička	Milan Vaniček	Milan Lávička
Přehled doporučení k vybraným titulům za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	Držet	Koupit	.	V revizi	Koupit	Držet	Držet	Držet	.
Cílová cena	Nehodnoceno	1049	.	V revizi	435 Kč	991 Kč	105 Kč	12705 Kč	.
Datum	13-VIII-2021	10-V-2021	.	18-II-2021	17-VII-2019	16-XI-2021	21-XII-2021	24-VIII-2016	.
Doporučení	Koupit	Koupit	.	Koupit	Držet	Koupit	Koupit	.	.
Cílová cena	660 GBp (198 Kč)	721 Kč	.	40,4 EUR	426 Kč	836 Kč	105 Kč	.	.
Datum	16-VII-2021	14-IV-2021	.	31-VIII-2018	9-I-2016	25-XI-2020	10-IX-2021	.	.
Doporučení	Koupit	Koupit	.	Držet	.	Držet	Koupit	.	.
Cílová cena	430 GBp (124 Kč)	708 Kč	.	34 EUR	.	940 Kč	106 Kč	.	.
Datum	5-IX-2019	14-IV-2021	.	21-VIII-2017	.	11-III-2018	18-II-2019	.	.
Doporučení	Koupit	V revizi	.	.	.	Držet	Koupit	.	.
Cílová cena	330 GBp (97 Kč)	V revizi	.	.	.	972 Kč	100 Kč	.	.
Datum	27-VI-2018	3-XI-2019	.	.	.	5-IV-2018	21-V-2018	.	.
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DDM	DFCF	DDM	DDM	DDM	DDM
Četnost doporučení
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu J&T Banky vyšší než 5 %.	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
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
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %.	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
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
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi J&T Bankou a příslušným emitentem.	J&T Banka může mít s emitenty uzavřenu 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
J&T Banka market making pro tituly příslušného emitenta.	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. Banka v souladu s právními předpisy České republiky, přímo použitelnými nařízeními Evropské unie a svými vnitřními předpisy připravuje, tvoří a rozšiřuje investiční doporučení. Činnost 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 uveřejňuje 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 ovládající a ovládané právnické osoby nebo právnické osoby tvořící concern (dále jen „propojená osoba“).

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

Zároveň však Banka 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 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 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 (dále také „Zákazník/Zákazníci“) by měli investiční doporučení považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování. Investiční analýzy a doporučení vydávané Bankou a šířené Bankou nebo s nimi propojenými osobami byly připraveny v souladu s pravidly chování a interními předpisy pro zvládání 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 umožňující dálkový přístup na internetové adrese: https://www.jtbank.cz/informacni-povinnost/#povinne_uverejnovane_informace.

Emitent nebyl před vydáním 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.

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.

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

2022 © J & T BANKA, a. s.