



## Skok v hospodaření otevírá cestu k miliardovým tržbám

12. května 2023; 14:00 SEČ

### Shrnutí

V analýze z června loňského roku jsme vyjádřili názor, že rok 2022 se může stát pro společnost Primoco UAV přelomovým. Tento scénář se potvrdil, přičemž prudký růst hospodaření Primoca pokračuje i v letošním roce. Invaze Ruska na Ukrajinu dala vzniknout zcela nové poptávce z řad evropských zákazníků a přinesla společnosti dlouho očekávaný rozjezd v tržbách a zisku. Loni jsme však nepredikovali, že se začne zvyšovat i odbyt civilním zákazníkům, na němž Primoco původně stavělo svůj obchodní model. Je pravděpodobné, že začátek války na Ukrajině kombinovaný s malou kapacitou výroby v evropských zemích způsobil u vojenských i civilních kupců obavu, že v případě otálení na ně nezbude výrobní kapacita. To mohlo uspišit nárůst zakázek za poslední rok.

Během roku 2022 se vyplnilo očekávání, že evropské státy NATO oznámí a započnou razantní růst výdajů na obranu. Ty by mohly vzrůst do r. 2027 o zhruba jednu třetinu, s důrazem na zavádění moderních systémů včetně bezpilotních prostředků. Jsme názoru, že Primoco bude jednou z firem, které mohou z tohoto vývoje profitovat. Přestože je Primoco relativně mladým subjektem na trhu, jeho výhodou je konkurenční cena a rychlý postup v získávání leteckých certifikací. Ty pro kupce garantují soulad letounu s mezinárodními standardy. Poptávka ze strany ozbrojených sil přináší nejenom vyšší tržby a zisky, ale spolu s civilní poptávkou je také zdrojem diverzifikace tržeb mezi dva segmenty, které jsou mezi sebou víceméně nekorelované. Pokud tržby Primoca závisejí na soukromých i veřejných rozpočtech, budou dlouhodobě stabilnější, než kdyby závisely jenom na jednom zdroji.

V naší projekci očekáváme, že Primoco letos více než ztrojnásobí výnosy a překročí hranici 500 mil. Kč tržeb za rok. Tomu napovídají jak silné výsledky za 1. kvartál roku, tak již podepsané kontrakty, které bude společnost letos realizovat. Zároveň naše projekce počítá s překročením 1 mld. Kč tržeb v r. 2025.

V tomto dokumentu poskytujeme základní informace o letounu One 150 a o firmě, shrnujeme obrat ve výdajích na obranu v Evropě, představujeme projekce hospodaření, ukazujeme relativní ocenění ve vztahu ke konkurentům a uvádíme hlavní příležitosti a rizika. Budoucí trajektorie tržeb podle nás stále nabízí mnoho variant růstu a není zdaleka jasné, jak vysoká může být dlouhodobě udržitelná úroveň tržeb. Proto je zatím obtížné provést ocenění společnosti. Přesto jsme názoru, že změněné prostředí od začátku roku 2022 a především schopnost managementu Primoca tohoto prostředí využít podporují další prudký růst firmy. Ten by mohl otevřít cestu k překročení jedné miliardy Kč tržeb v příštích letech.

## 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	580 Kč
Počet akcií	4 708 910
Tržní kapitalizace	2,7 mld. Kč
Klíčový akcionář:	L. Semetkovský (59,3 %)
Free float	15,3 %

Pavel Ryska  
Analytik  
ryska@jtbank.cz

## 1. Primoco One 150: Taktický dron pro civilní i vojenské účely

### Model One 150

Primoco UAV vyvinulo středně velké bezpilotní letadlo One 150, které patří do kategorie taktických UAV (Unmanned Aerial Vehicles) či dronů. Přestože jde primárně o nevojenský model, který nenese žádnou zbraň, je označován za letadlo tzv. dvojího užití, tedy model použitelný pro civilní i vojenské účely. Dvě hlavní užití modelu One 150 jsou:

- (1) **Monitorování produktovodů** (ropovodů, plynovodů) a včasná identifikace poruch a rizik. V menší míře se letadla používají i k mapování dolů, stavebních projektů, přírodních soustav, apod.
- (2) **Ostraha hranic a vodních koridorů a zjišťování polohy a prostředků nepřítele** ve vojenských konfliktech.

Zákazníky firmy jsou tedy jak soukromé společnosti, tak veřejný sektor (policie, pohraniční stráž, armády). Primoco UAV původně zdůrazňovalo prodej letadla spíše policiím či pohraničním strážím a nepřepokládalo užití letadla přímo ve vojenských konfliktech. Konflikt na Ukrajině ukázal přímou použitelnost letadla k monitorování polohy nepřítele ve válce a management nyní počítá s prodejem letadla armádám. Ostrý rozdíl mezi civilním a vojenským dronem se podle nás začal stírat, neboť civilní letadlo používané ke snímání objektů je přirozeně použitelné i ve vojenském konfliktu. Toto se nyní ukazuje být z hlediska tržeb pro Primoco klíčové.

#### Model One 150, letiště Písek - Krašovice



Zdroj: Primoco UAV

### Letadlo a výroba: vybraná specifika

Za důležité informace o výrobě a prodeji Primoca považujeme:

- **Výrobek:** Primoco nabízí model 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.
- **Vybavení:** Letoun One 150 se prodává s řídicí stanicí (GCS – Ground Control Station), sensory (hl. kamera, ale i zařízení na radiové zaměření a rušení) a náhradními díly. Primoco vybavuje letouny řídicí stanicí s dosahem 200 km. Pokud se letadlo dostane za tuto vzdálenost, musí se připojit na jinou řídicí stanicí, popřípadě se vrátí do původního dosahu. Autopilot umožňuje letadlu vrátit se po dosavadní trase a přistát bez jakéhokoli zásahu pilota.
- **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. Od r. 2022 pak Primoco drží **certifikaci EASA LUC** (Light Unmanned Certificate) od Úřadu pro civilní letectví. Certifikace především dokládá soulad letadla s mezinárodními požadavky. V praxi pak 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 bez schvalování od německého leteckého úřadu.

Primoco plánuje v r. 2023 získat **vojenskou certifikaci NATO STANAG 4703**, přičemž část certifikace týkající se spalovacího motoru již splnilo. Všechny uvedené certifikace a zkušební lety jsou podle nás důležitými kroky pro získávání evropských zakázek. Společnost bude mít větší šanci uspět ve výběrových řízeních u zákazníků, kteří takové certifikace vyžadují.

- **Kapacita výroby:** Současná výrobní hala v Praze-Radotíně má kapacitu 50-100 letadel ročně. Vzhledem ke skoku v zakázkách management plánuje k navýšení kapacity výstavbu nové haly v Krašovicích u Písku, přímo u letiště již vlastněného Primocem. Společnost je nyní ve stádiu příprav návrhu haly a její stavbu očekáváme nejdříve v r. 2025 (spíše 2026) po získání stavebního povolení.
- **Geografické rozložení poptávek:** Do r. 2021 společnost očekávala největší prodeje na Blízkém východě a v Asii a jako druhotné trhy viděla Afriku a Evropu. Nízká očekávání od 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 však zásadně jiná – Primoco nyní očekává silnou poptávku v Evropě ze strany veřejného sektoru, která by se měla do budoucna podílet na tržbách z 1/3. Blízký východ a Asie by měly zaujímat druhou třetinu a poslední třetinu by si měly rozdělit Afrika a jižní Amerika.

### Model One 150 – Struktura letounu



Zdroj: Primoco UAV

### Cena letadla

Primoco realizuje tržby ze dvou hlavních zdrojů:

- (1) **Prodej letadel One 150 včetně vybavení.** Standardní dodávka je po 3 kusech, přičemž jednotkovou cenu odhadujeme na cca 800 tis. až 1,1 mil. EUR za kus (viz box) neboli cca 18,8 – 25,9 mil. Kč za kus při aktuálním kurzu. Dodávka zahrnuje senzory, řídicí stanici, náhradní díly a školení pilotů. Vzhledem ke zdražování senzorů je pravděpodobné, že průměrná prodejní cena letadla poroste.
- (2) **Prodej náhradních dílů** klientům, kteří si již letadlo zakoupili. Odhad obvyklé intenzity létání 400 hodin ročně implikuje, že roční náklady na náhradní díly tvoří cca 15 % ceny letadla. Tyto náklady vznikají obvykle od 2. roku provozu letadla.

#### Letadlo One 150 a dodávané vybavení

Letadlo  
Řídicí stanice  
Senzory (hl. kamera)  
Náhradní díly  
Výcvik

Jednotková cena 0,8 - 1,1 mil. EUR  
(Při zakoupení 3 ks, odhad J&T)

Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

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

## 2. Charakter trhu

### Zařazení Primoca na trhu bezpilotních letadel

Bezpilotní letadla (UAV's – Unmanned Aerial Vehicles), nazývaná také drony, 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.

Bezpilotní letadla se dělí do 4 kategorií hlavně podle doletu a účelu:

- (1) **Hobby drony** – dolet do 25 km, rekreační účel.
- (2) **Taktické drony** – dolet nad 25 km a vytrvalost v řádu hodin, civilní i vojenské účely.  
→ *Sem patří model Primoco One 150.*
- (3) **Strategické drony** – vytrvalost v desítkách hodin a pro vojenské účely.
- (4) **Bojové drony** – nesou bojový prostředek s jakýmkoli doletem.

Většina světových prodejů dle nominálních tržeb je v kategorii strategických dronů (odhadem 70 %), a to především v USA. Taktické drony jsou zatím relativně menší rozvíjející se kategorií.

Primoco udává, že letouny srovnatelné se svým modelem nabízí celkem **8 výrobců bezpilotních letadel s pevným křídlem**: Boeing a AeroVironment (USA), Aeronautics, Elbit a IAI (Izrael), Tekever (Portugalsko), CAIC (Čína) a Quods (Írán). Dále nabízejí srovnatelný produkt výrobci bezpilotních vrtulníků Schiebel (Rakousko) a UMS Skeldar (Švýcarsko).

### Velikost trhu

Není přesně 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. Nejvíce výrobců se podle nás soustřeďuje do kategorie hobby dronů, jelikož ta nabízí široký prodejní potenciál a nenaráží ve většině zemí na regulaci. (Hobby drony jsou pouštěny do vzdálenosti očního kontaktu provozovatele, což většina zemí nijak nereguluje.) V oblasti civilních UAV pro firmy a veřejný sektor jsou to podle nás spíše desítky firem. Primoco označuje za své hlavní konkurenty celosvětově 10 společností (viz výše).

Spolehlivá statistika k velikosti celého trhu (civilních a vojenských) UAV není zatím k dispozici. Podle odhadu společnosti Teal Group z r. 2022 by celosvětové výdaje na *civilní* bezpilotní letadla měly vzrůst ze 7,2 mld. USD v r. 2022 na 19,8 mld. USD v r. 2031. To znamená průměrný roční růst trhu (CAGR) asi o 11,1 % v nominálním vyjádření. Vzhledem k nízké počáteční bázi výroby a dodávek u Primoca by růst v jeho případě mohl být vysoko nad dynamikou trhu, což se od loňského roku potvrzuje. Zároveň podotýkáme, že vzestup inflace může nominální výdaje odhadované společností Teal Group výrazně zvýšit, proto chápeme uvedená čísla pouze jako orientační.

### Duální trh: Amerika oddělená od Evropy

Na trhu bezpilotních prostředků se vedoucí role ujaly Spojené státy, kde několik výrobců nabízí řadu především vojenských dronů různých velikostí. Trh se však mezi Evropou a Severní Amerikou nezdá být „propustným“, tj. společnosti z jednoho kontinentu nenacházejí snadno zakázky na tom druhém. Například americká společnost AeroVironment, která je specialistou na výrobu bezpilotních letadel, v kategorii středně velkých letounů neuvádí žádného evropského konkurenta a ani nezmiňuje zakázky na evropském trhu. Klíčovým odběratelem je pouze armáda USA. Za konkurenty označuje americké společnosti Boeing, Textron či L3Harris Technologies a izraelské firmy Elbit Systems a IAI.

To ukazuje, že na trhu středně velkých letadel, v němž působí Primoco, **nefunguje přímá a intenzivní konkurence mezi americkými a evropskými výrobci**. Tato oddělenost trhů hraje podle nás ve prospěch Primoca, neboť rodící se poptávka v Evropě bude o to spíše nacházet jako své dodavatele evropské firmy, jichž je málo a mezi nimiž má Primoco zřetelné výhody (viz níže).

Jsme názoru, že Evropa nabídne po loňském propuknutí války na Ukrajině dronům ještě rychlejší růst, než jaký je nyní patrný v USA. Vybavenost evropských armád bezpilotními prostředky je totiž výrazně nižší než v USA, a proto bude pravděpodobně vykazovat vyšší růst. Příkladem může být česká armáda. Prapor bezpilotních systémů Armády ČR byl zaveden až v r. 2020 (jde o 533. prapor v Prostějově) a plných operačních schopností a plného stavu vojáků má dosáhnout až v r. 2025. Zatím má k dispozici pouze menší drony Raven RQ-11B a nemá žádná bezpilotní letadla v kategorii Primoco One 150 ani větší.

## Kde může ležet konkurenční výhoda?

Práci, kterou vykonává UAV, je obvykle 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 %.

Druhou otázkou je pak postavení Primoca One 150 proti konkurentům v segmentu středně velkých taktických bezpilotních letadel. Konkurenční výhodu oproti jiným výrobcům vidíme ve dvou klíčových oblastech:

### (1) Cena

Primoco: Prům. cena letounu One 150 v dodávce po 3 kusech je cca 0,8 – 1,1 mil. EUR/ks.

Konkurence: 0,8 – 8 mil. USD/ks. (Dle informací Primoca z r. 2022.)

### (2) Certifikace

(a) Primoco One 150 obdrželo jako vůbec první výrobce letadel s pevnými křídly evropskou civilní **certifikaci EASA** v kategorii LUC (Light Unmanned Certificate). - Může bez dalších povolení provádět lety v EU pouze s interním schválením a dodávat letouny státům EU na civilní účely.

(b) Je ve **finálních testech pro certifikaci NATO STANAG** (oček. získání v r. 2023). Žádný z výše uvedených výrobců tuto certifikaci zatím neobdržel a některé z modelů ani nemají parametry v souladu s požadavky této normy.

Ve výběrových řízeních zejména evropských zemí může hrát certifikace klíčovou roli pro postup do užšího výběru. Cena pak může být rozhodujícím faktorem při dalším rozhodování. Z informací Primoca je rovněž patrné, že dosah ovládací stanice 200 km a dosah sensorů (hl. kamer) také 200 km je znatelně nad průměry těchto parametrů nabízených konkurencí (průměr 150, resp. 85 km). Toto může být další konkurenční výhoda, přestože záleží na konkrétních požadavcích daného kupce.

Naopak za potenciální nevýhodu Primoca ve výběrových řízeních spatřujeme hlavně krátkou působnost firmy, z níž plyne nedostatek recenzí na její letoun, a fungování Primoca jako firmy s jediným produktem, což neumožňuje dodání širší palety výrobků hl. vojenských zákazníkům. Další potenciální nevýhody plynoucí z technických vlastností produktu je podle nás obtížné určit bez většího počtu recenzí a informací o výběrových řízeních.

Na druhou stranu skutečnost, že firma vyrábí pouze bezpilotní letadla, vede podle nás k lepšímu soustředění managementu na produkt a zákazníka než v případě velkých zbrojních koncernů, kde jsou bezpilotní letadla často jen doplňkovým produktem vedeným na vedlejší linii, jemuž top management zasvěcuje jen zlomek času.

## 3. Akcionářská struktura

### Dva hlavní akcionáři a rozšíření free floatu...

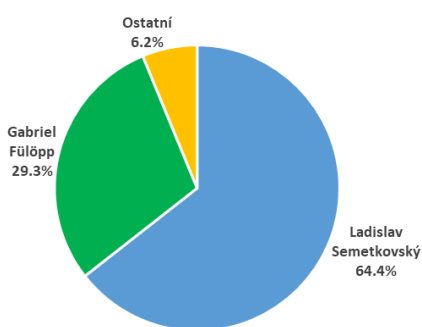
Po vzniku společnosti v r. 2014 drželi akcie pouze její zakladatelé Ladislav Semetkovský (50,41 %) a Gabriel Fülöpp (49,59 %). Primárním úpisem akcií za cenu 240 Kč/akcie na trhu Start pražské burzy v r. 2018 vznikl relativně malý free-float 6,2 % (Obrázek 1). Ten se výrazně zvýšil po druhotném úpisu 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 (na současných 4 708 910 akcií) ve dvou kolech za ceny 240 a 260 Kč/akcie. Výnos z SPO pro společnost činil 90,5 mil. Kč.

### ... což pomáhá zobchodovaným objemům

Generální ředitel Primoca Ladislav Semetkovský je nadále majoritním akcionářem s podílem 59,3 % (Obrázek 2) a spolu s druhým zakladatelem firmy Gabrielem Fülöpem drží dohromady cca 84,7 % akcií firmy. Zbýlých 15,3 % akcií tvoří podíl volně obchodovaných akcií (free float), kam řadíme i podíl investiční společnosti Conseq (6,8 %).

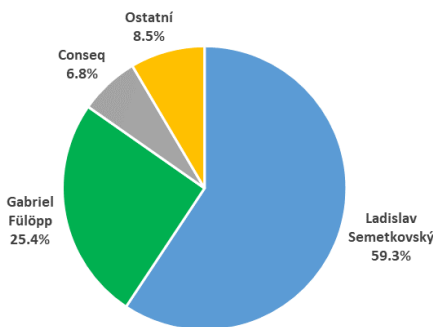
Výrazné zvýšení free floatu je podle nás pozitivní pro tvorbu ceny a objemy obchodování. Díky vyššímu free floatu pozorujeme i nadále růstu objemů obchodování: od začátku r. 2023 je průměrný denní počet zobchodovaných akcií Primoca zhruba o 80 % vyšší než v r. 2022.

Obrázek 1: Struktura akcionářů po IPO 2018



Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

Obrázek 2: Struktura akcionářů k 21. 4. 2023



Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

## Navzdory konci lock-upu zůstane společný podíl zakladatelů nad 75 %

Za poslední rok podíl akcií ve free-floatu mírně narostl (cca o 1 proc. bod) s tím, jak oba majoritní akcionáři drobně snižovali své podíly. (Konkrétně šlo o 0,7 proc. bodu u Gabriela Fülöppa a 0,3 proc. bodu u Ladislava Semetkovského.) Majoritní akcionáři se při IPO v r. 2018 zavázali na dobu 5 let, že jejich společný podíl neklesne pod 75 %. Tento lock-up letos vyprší, nicméně jsme názoru, že společný podíl nad 75 % ještě nějakou dobu zůstane. Důvodem je z našeho pohledu prudký rozvoj firmy v posledním roce. Ten již dokázal vést ke zdvojnásobení tržní ceny akcie za posledních 12 měsíců a jeho pokračování může oběma zakladatelům přinést další výrazné zhodnocení jejich podílů. Prodejem značné části svého podílu v momentu, kdy se firma čerstvě vydala k rychlému růstu, by podle nás majoritní akcionáři riskovali, že přijdou o další zhodnocení.

Dlouhodobě by Primoco podle nás považovalo za výhodné, kdyby si v ní částečný podíl koupila významná mezinárodní společnost z letectví či zbrojního průmyslu, která by firmu zařadila do svých prodejních kanálů a pomohla jí tak dále zvýšit odbyt. Za pravděpodobné bychom považovali partnerství s některým z evropských výrobců letadel či zbrojní aviatiky, kteří zatím výrazně zaostávají za protějšky z USA v nabídce bezpilotních prostředků.

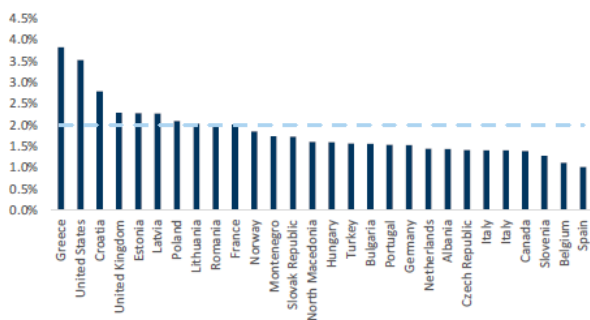
## 4. Klíčové dění: Růst výdajů na obranu v Evropě

### Primoco One 150 se rychle dočkalo operačního nasazení na Ukrajině

Využití modelu Primoco One 150 pro obranné účely se ukázalo po začátku války na Ukrajině být minimálně stejně významným jako jeho civilní využití. Primoco nejenom že začalo po invazi Ruska na Ukrajinu získávat významné zakázky pro ozbrojené složky, ale díky nákupu a daru ze strany Lucemburska a Nizozemí byly jeho letouny rovnou operačně nasazeny Obranným zpravodajstvím Ukrajiny. Vidíme proto vysokou šanci, že Primoco může získávat další objednávky od ozbrojených složek, a to hlavně ze strany evropských členů NATO.

Obrázek 3: Zbrojní výdaje v Evropě jako procento HDP

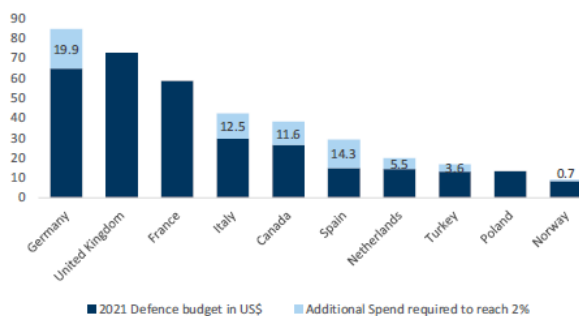
Exhibit 16: 19 NATO countries remain below the 2% GDP spend commitment level  
Defence budget as % GDP, 2021



Source: NATO

Obrázek 4: Výdaje nutné k dosažení 2 % HDP (doporuč. NATO)

Exhibit 17: We estimate an additional c.\$70bn of spend would be required if the NATO countries (ex US & Canada) follow Germany and reach the 2% target level  
Additional spend required to reach 2% target



Source: NATO, Goldman Sachs Global Investment Research

Zdroj: Goldman Sachs

**Obrat v obranných výdajích v Evropě**

Jako potenciálně zásadní faktor pro tržby Primoca proto vidíme vývoj obranných výdajů v Evropě. Po začátku invaze Ruska na Ukrajinu řada evropských vlád obratem přehodnotila obranné výdaje. 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. V r. 2021 se pod touto úrovní nacházelo dokonce 15 států NATO, z toho 14 evropských (Obrázek 3). Těžiště nárůstu obranných výdajů proto vidíme v Evropě. Mezi velké země, u nichž se čeká výrazné zvýšení výdajů na obranu, patří Německo, Itálie či Španělsko (Obrázek 4). Vzhledem k výdajům z r. 2021 znamená dosažení 2% cíle vůči HDP u těchto zemí prudký nárůst výdajů, a to o 30 až 100 %.

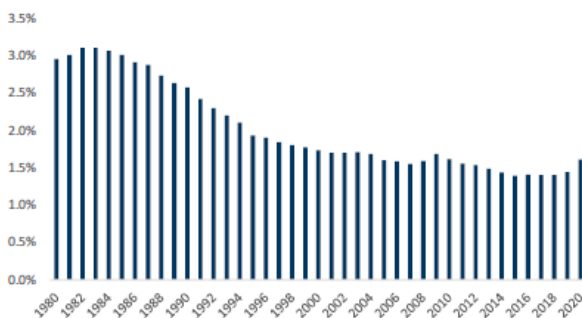
**Po 3 dekadách propadu se čeká růst evropských výdajů o 1/3 během 5 let**

Západní Evropa prošla více než třemi dekadami soustavného poklesu výdajů na obranu coby procenta celkových výdajů v ekonomice (Obr. 5). Tento proces nazývaný jako „mírová dividenda“ umožnil přesunutí výdajů jinam, avšak je čím dál více zřejmé, že takový pokles výdajů a jejich struktura nejsou slučitelné s obranyschopností v tak rozsáhlém konfliktu, jaký nyní probíhá na Ukrajině. K propadu výdajů došlo u všech 5 největších zemí západní Evropy, především Velké Británie a Německa (Obr. 6).

Obrat, který nastal v loňském roce, by měl podle odhadů Goldman Sachs vést u evropských členů NATO ke zrychlení tempa růstu výdajů o polovinu ze 4 % ročně do r. 2021 na 6 % ročně v období 2022 – 2026 (Obr. 7). To znamená, že by výdaje měly během 5 let vzrůst o více než jednu třetinu. Po Polsku, které vzhledem ke své poloze již započalo doslova explozi ve zbrojení, by největší růst o 9 % ročně mělo vykazovat Německo, následované Tureckem a Španělskem (Obr. 8). Německo navíc kromě růstu standardního obranného rozpočtu (nyní 60 – 70 mld. EUR ročně) oznámilo i mimořádný fond určený k obnově bojovnosti Bundeswehru v objemu 100 mld. EUR ročně. Ten má být z jedné třetiny zaměřen na letectvo a přestože je jeho start pomalejší, než se očekávalo, první významná zakázka (přes 1 mld. EUR) z tohoto fondu má být oznámena během 2. kvartálu 2023. Fond má podle kancléře Olafa Scholze Německu umožnit vybudovat „největší konvenční armádu v Evropě“.

**Obrázek 5: Výdaje na obranu v záp. Evropě jako % HDP**

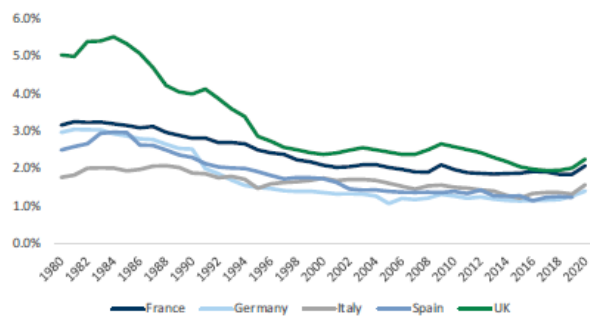
**Exhibit 14: In the last 40 years, European spend on defence has fallen significantly as a % GDP**  
Western European defence spend as % GDP



Source: SIPRI

**Obrázek 6: Pokles výdajů u 5 největších zemí, hl. V. Británie**

**Exhibit 15: With a particularly large drop in UK spending**  
Top 5 Western European economies Defence as % GDP



Source: SIPRI

Zdroj: Goldman Sachs

**Německo: Příležitost v leteckém segmentu je markantní**

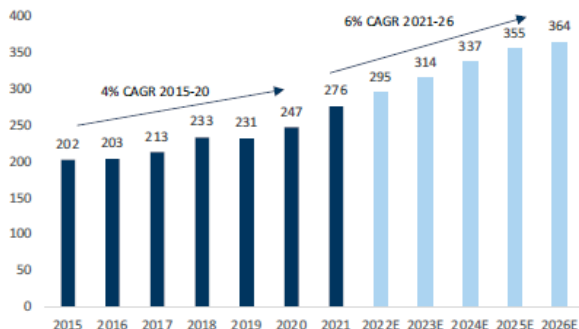
Kromě celkových výdajů je podstatné, jaká část směřuje do nového vybavení (tj. zbraňových systémů) versus do personálních a ostatních výdajů. Podíl výdajů směřujících do nového vybavení v zemích NATO roste (Obr. 9) a jeho růst lze očekávat i nadále.

V médiích se dostalo značné pozornosti stavu německé armády k případnému bojovému nasazení (Obr. 10). Podíl nefunkčního či nepřipraveného vybavení dosahuje běžně 1/3 a v případě vojenského letectva i více než jedné poloviny, s nejhorším výsledkem u vrtulníkového letectva. To naznačuje, že největší příležitosti dodávek německé armádě mohou ležet právě v tomto segmentu. Bezpilotní letouny jsou přitom levnější a bezpečnější náhradou vojenských vrtulníků v pozorovacích misích. Primoco úspěšně testovalo svá letadla pro německý Bundeswehr v dubnu 2022 a jsme názoru, že má

šanci získat od Německa zakázku jak pro vlastní potřeby Bundeswehru, tak pro případné dodání na Ukrajinu.

Obrázek 7: Růst výdajů na obranu u evropských zemí NATO

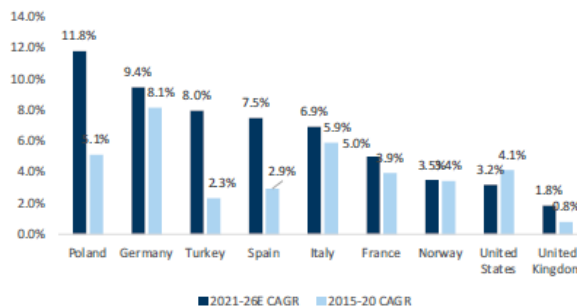
Exhibit 19: We expect European budgets to step up from 4% CAGR in the previous years to 6% CAGR  
GS European Budgets forecast



Source: NATO, Goldman Sachs Global Investment Research

Obrázek 8: Růst výdajů na obranu u vybraných zemí

Exhibit 20: With strong growth in Poland, Germany and Turkey and more muted growth in the UK and France  
Defence budget CAGR 2021-25

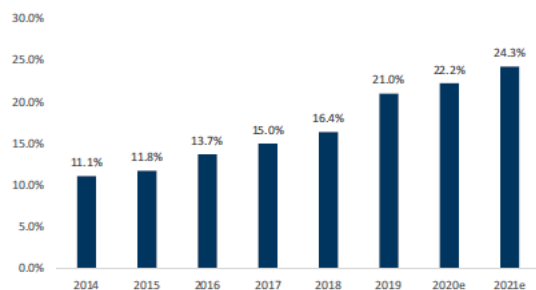


Source: Goldman Sachs Global Investment Research, NATO

Zdroj: Goldman Sachs

Obrázek 9: Podíl výdajů na vybavení jako % obr. výdajů

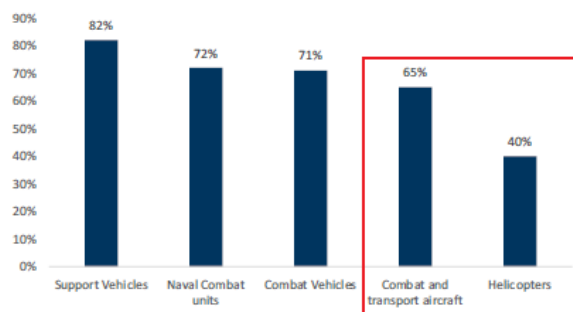
Exhibit 8: We expect budget growth to flow through to the industrial base, as Equipment has materially grown as a percentage of defence spending  
Median of NATO countries, % of Defence budget spent on equipment



Source: NATO

Obrázek 10: Podíl bojeschopného vybavení Bundeswehru

Exhibit 9: In the short term we expect re-stocking and maintenance with operational readiness at low levels, particularly in Germany  
German Bundeswehr operational readiness



Source: Bundestag

Zdroj: Goldman Sachs

## 5. Hospodaření: Průlom v tržbách v r. 2022 a silný start do r. 2023

EBITDA marže nad 40 % díky nízkým fixním nákladům a příznivému konkurenčnímu prostředí

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 % nákladů na výrobu letadla tvoří elektronika, kterou společnost odebírá podle velikosti nasmlouvaných zakázek. To znamená, že firma není zatížena velkými fixními náklady.

Vzhledem k oddělenosti trhu s UAV v Severní Americe a Evropě podle nás zatím není velký tlak na ceny a firma může pracovat s výraznou přírůžkou. Z toho plyne očekávání managementu, který dlouhodobě cíluje EBITDA marži 40 – 50 %.



## 2022: Průlom v hospodaření tažený evropskými kupci...

Rok 2022 přinesl doslova průlom v hospodaření Primoca, které mělo jakožto mladá a malá společnost do té doby jen malé úspěchy se získáváním zakázek. Invaze Ruska na Ukrajinu přesvědčila do té doby váhavé vlády o tom, že vybavení armád moderním stroji se stává neodkladným. Primoco brzy po začátku války uzavřelo kontrakty na dodání svých letounů nejmenovanému zákazníkovi z Evropy (Tabulka 2). Tisk později přinesl informaci, že letouny Primoca používá ukrajinská armáda, přičemž nákup strojů hradily Nizozemsko a Lucembursko. Primoco postupně za r. 2022 uzavřelo kontrakty na dodání 22 strojů, z nichž 12 ještě v témže roce dodalo. Primoco tak za r. 2022 vytvořilo vyšší tržby než za celou svoji předchozí historii.

**Tabulka 1: Zakázky Primoca za r. 2022 a od začátku r. 2023**

	Počet letadel	Hodnota v mil. EUR	Hodnota v mil. Kč	Stav
<b>2022 - uskutečněné</b>				
Zákazník #1 Evropa	5	-	50,4	Dodáno 2022
Zákazník #2 Evropa	6	-	81,1	Dodáno 2022
Zákazník #3	1	-	21,7	Dodáno 2022
Celkem	12		153,2	
<b>2023 – podepsané</b>				
Zákazník #1 Evropa	9	7,1	166,1	Dodáno 5ks 1Q, 4ks zbytek 2023
Zákazník #2 Slovensko	2	1,7	39,8	Dodání 1H23
Zákazník #3 Afrika	8	6,8	159,1	Dodání 1H23
Zákazník #4 Malajsie	2	3,7	86,6	Dodání 2023
Celkem	21		451,6	

Zdroj: J&T Banka, Primoco UAV

## ... k nimž se v r. 2023 přidávají i mimoevropsští zákazníci

V letošním roce Primoco pokračuje v dodávkách evropským kupcům (Tabulka 1), kde je možné, že se opakuje model z loňského roku a různé evropské státy financují nákup letounů pro ukrajinskou armádu. Kromě toho však Primoco letos realizuje i kontrakt pro slovenskou policii, dodává soukromému kupci v Malajsii letouny pro kalibraci letištních zařízení a vyveze letadla kupci z Afriky. Primoco má na letošní rok podepsané dodávky již 21 letadel, přičemž mohou přibýt další.

## 1Q23: Tržby meziročně 4x vyšší, EBITDA marže nad výhledem

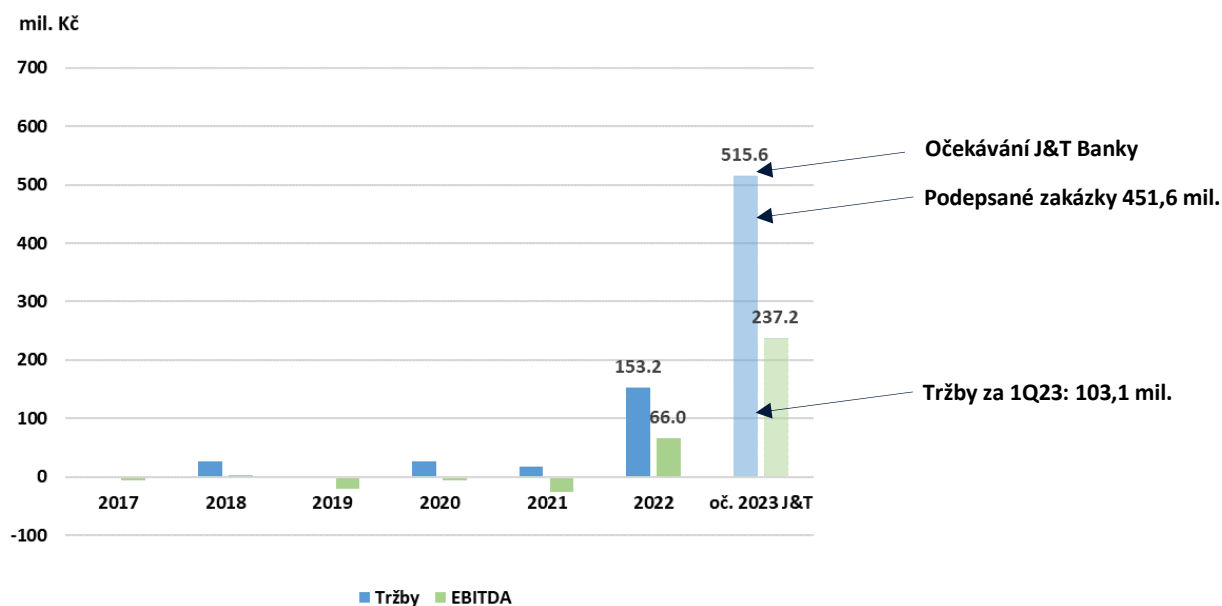
První kvartál letošního roku svými výsledky potvrdil prudký růst hospodaření, když Primoco reportovalo násobně vyšší tržby i zisk než ve stejném období loňského roku (Tabulka 2). Tržby se meziročně téměř zpětinásobily na 103,1 mil. Kč, přičemž společnost dodala 5 letounů z kontraktu pro evropského zákazníka. EBITDA marže vzrostla dokonce na 63,9 %, vysoko nad dlouhodobým výhledem společnosti 40 – 50 %, a zisk EBITDA byl meziročně více než pětinasobný. Mimořádně vysoká EBITDA marže mohla být podle nás způsobena tím, že Primoco z kontraktu pro evropského zákazníka dodávalo nejprve samotná letadla, na nichž má vyšší marži, zatímco sensoriku, kterou kupuje od třetích stran, dodá později. To dočasně navyšuje EBITDA marži nad cílovanou úroveň.

**Tabulka 2: Výsledky hospodaření za 1Q 2023**

mil. Kč, nekons.	1Q 2023	r/r	1Q 2022
Tržby	103,1	374,7%	21,7
EBITDA	65,9	410,1%	12,9
marže	63,9%	+4,4 pr.b.	59,5%
Zisk před zdaněním	65,3	435,4%	12,2
Zisk po zdanění	52,9	333,7%	12,2

Zdroj: J&T Banka, Primoco UAV

Obrázek 11: Tržby a zisk EBITDA – historie a náš odhad pro letošní rok



Zdroj: Primoco UAV, J&T Banka

## Projekce 2023 – 2027:

**Růst firmy získává pevnější základy, očekáváme překročení 1 mld. Kč tržeb**

Vzhledem ke změně chování armádních i civilních zákazníků od r. 2022 očekáváme, že Primoco bude pokračovat v získávání dalších zakázek. V tom mu bude pomáhat očekávaný prudký růst zbrojních výdajů v Evropě popsaný výše i vyšší zájem civilních zákazníků. Odhadujeme proto, že Primoco dále rychle poroste počet prodaných letadel a s tím i tržby, a to po celou dobu naší podrobné projekce od r. 2027 (Tabulka 3).

Náš odhad tržeb pro letošní rok 515,6 mil. Kč považujeme za spíše konzervativní, neboť společnost má již nyní podepsané kontrakty na 21 letadel, což při současném kurzu odhadujeme na tržby 451,6 mil. Kč (Obrázek 11). Očekáváme přitom, že z jednání s mnoha dalšími protistranami vzejdou letos ještě další podepsané kontrakty k dodání. Letos očekáváme EBITDA marži 46%, přičemž vysoká úroveň 63,9% v 1Q bude postupně snižována dodáváním většího počtu senzorů, které s sebou nesou nižší ziskovost.

Tabulka 3: Projekce hospodaření a tržní násobky na ceně akcie 580 Kč/akcie

CAS, mil. Kč	2019	2020	2021	2022	oč. 2023 J&T	oč. 2024 J&T	oč. 2025 J&T	oč. 2026 J&T	oč. 2027 J&T
Dodaná letadla	-	-	5	12	23	35	48	58	67
Tržby	1,4	26,0	17,8	153,2	515,6	877,0	1159,2	1388,5	1589,9
r/r	-95,1%	1820,1%	-31,8%	762,5%	236,4%	70,1%	32,2%	19,8%	14,5%
EBITDA	-20,9	-5,0	-24,6	66,0	237,2	368,3	463,7	527,6	604,2
EBITDA marže	n.m.	-19,1%	-138,5%	43,0%	46,0%	42,0%	40,0%	38,0%	38,0%
Provozní výsledek	-23,4	-7,0	-27,5	62,4	233,5	364,1	459,5	523,1	597,5
Finanční výsledek	-0,5	-2,5	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	-24,0	-9,4	-28,0	61,9	189,2	294,9	372,2	423,7	484,0
Marže čistého zisku	-1767,4%	-36,2%	-157,3%	40,4%	36,7%	33,6%	32,1%	30,5%	30,4%
Zisk na akcii (Kč)	-5,5	-2,2	-6,1	13,1	40,2	62,6	79,0	90,0	102,8
r/r	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	205,8%	55,9%	26,2%	13,8%	14,2%
Volné cash flow	6,7	-1,4	-58,7	34,7	192,3	279,6	391,9	426,3	488,6
P/E					14,4	9,3	7,3	6,4	5,6
EV/EBITDA					10,4	6,0	3,9	2,7	1,6
P/Sales					5,3	3,1	2,4	2,0	1,7

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

Management Primoca deklaroval cíl uzavřít letos kontrakty za 1 mld. Kč. Primoco potřebuje na dodání letadel zhruba 6 měsíců od podpisu, proto by se tento cíl managementu měl přenést v miliardové tržby již příští rok. V naší projekci jsme opatrnější a očekáváme příští rok tržby 877 mil. Kč a překročení miliardové hranice o rok později.

Z hlediska dlouhodobé ziskovosti rovněž zaujímáme relativně konzervativní předpoklad, že EBITDA marže postupně klesne na 38 %. Důvodem tohoto předpokladu je potenciální zvýšení konkurence na trhu kombinované s možným zdražováním zahraničních komponentů do letadel Primoca. 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.

**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 3). 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 rozdělání 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 dohromady za období 2022-23. Tyto kapitálové výdaje jsou však velmi nízké relativně k zisku EBITDA, který je firma schopna z tržeb generovat.

Společnost plánuje vzhledem k prudkému nárůstu poptávky v řádu několika let začít se stavbou nové výrobní haly v Krašovicích u Písku. Podle indikací managementu by náklady na halu mohly dosáhnout až 500 mil. Kč, avšak významná část může být hrazena dotací od Evropské unie. Naše projekce do r. 2027 nepočítá s tím, že by společnost vyráběla více než 100 letadel ročně (viz Tabulka 3), která se dají vyrobit v současné hale v Praze-Radotíně. Proto do naší projekce výdaje na novou halu zatím nezapočítáváme a domníváme se, že finální rozhodnutí padne až kolem roku 2025.

V každém případě jsme názoru, že financování stavby by firma pokryla z provozního cash flow a neočekáváme, že by stavba byla financována na dluh. Samotný projekt vnímáme jako závislý na objemu zakázek a podotýkáme, že i na tržby do 2 mld. Kč ročně v naší projekci stačí 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 druhotného úpisu akcií (SPO). Zároveň si nejsme vědomi žádných dalších významných závazků společnosti.

**Dividendu nyní neočekáváme vzhledem k fázi společnosti**

Management Primoca při IPO v r. 2018 uvedl, že počítá s výplatou dividendy coby důležitou politikou firmy, jakmile to úroveň hospodaření dovolí. Přestože vysoce ziskové hospodaření Primoca by hypoteticky výplatu dividendy dovolovalo, společnost je ve fázi prudkého růstu doprovázeného nejistotou ohledně výrobních kapacit. Proto se domníváme, že management k výplatě dividendy přistoupí až tehdy, bude-li si jistý, že firma nebude provádět významné kapitálové výdaje. Proto s dividendou v našem modelu zatím nepočítáme.

**Násobky P/E a EV/EBITDA zůstávají nízké díky skoku v hospodaření**

Cena akcií Primoca na pražské burze se od naší poslední analýzy z června 2022 více než zdvojnásobila z 268 na 580 Kč. Tento růst byl podle nás motivován reakcí investorů na strmý růst hospodaření. Zvýšení našich odhadů hospodaření Primoca pro letošní rok i následující roky vede k tomu, že v násobcích P/E a EV/EBITDA se kompenzuje růst ceny s růstem zisků. Pokud se zhruba vyplní naše projekce zisku pro letošní rok, námi odhadové P/E na současné ceně 580 Kč je 14,4 a prudce klesá na 9,3 příští rok. Ukazatel EV/EBITDA pak klesá z 10,4 na 6,0. Celkově jde o relativně nízké násobky vzhledem k tempu růstu hospodaření společnosti.

## 6. Relativní ocenění vůči veřejně obchodovaným společnostem

### Dvě skupiny firem na relativní porovnání

Vzhledem k nejistotě, která je stále spojena s odhady hospodaření Primoca, neuvádíme fundamentální ocenění firmy na základě diskontovaného cash flow. Jako alternativní metodu nabízíme srovnání s podobnými společnostmi, a to na základě tzv. tržních násobků. Výběr společností do relativního srovnání jsme zvolili dvojí:

- (1) **Širší výběr:** Významní výrobci letadel a zbraní, kteří mají jakoukoli expozici na UAV.
- (2) **Užší výběr:** Pouze „čistí“ výrobci UAV (firmy vyrábějící jen UAV), ať už jakékoli velikosti.

Podmínkou pro všechny zahrnuté firmy je, aby se jejich akcie obchodovaly na veřejných trzích a aby byly k dispozici odhady hospodaření do r. 2025 alespoň v jedné z těchto položek: tržby, zisk EBITDA a čistý zisk. Z nich potom získáváme tržní násobky P/Sales, EV/ EBITDA a P/E.

Ukazatel P/Sales jsme zahrnuli proto, že u firem z užšího výběru je často zisk EBITDA nebo čistý zisk záporný, a proto nelze použít ukazatele EV/EBITDA a P/E. Proto P/Sales používáme jako alternativu, avšak upozorňujeme, že z hlediska investora není tak hodnotným ukazatelem jako EV/EBITDA či P/E, neboť nevypovídá nic o poměru ceny akcie a zisku společnosti.

Odhady tržeb, 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 580 Kč/akcie. Upozorňujeme, že u užšího výběru je výčet firem malý a u některých z nich není k dispozici velký počet odhadů hospodaření. Je proto třeba tabulku chápat spíše jako orientační.

### Nejbližší srovnatelné firmy

Za nejbližší srovnatelnou společnost, která má zároveň likvidní obchodování na burze, považujeme AeroVironment z USA. Jde o společnost vyrábějící pouze bezpilotní letadla, a to v mnoha typech od nejmenších dronů přes velká UAV až po tzv. pseudosatelity. Ani zde není srovnání s Primocem ideální, neboť AeroVironment má jako dominantního zákazníka armádu USA a spektrem letadel se od Primoca liší. Přesto je podle nás z firem s likvidním obchodováním na burze Primocu nejbližší. Ostatní firmy v užším výběru mají menší likviditu a jsou v podstatně ranější fázi vývoje. Společnosti v širším výběru jsou likvidní a jsou v „dospělé“ fázi, ale na druhou stranu mají největší část tržeb z jiných produktů než UAV. Proto mají obě skupiny (širší a užší výběr) své výhody a nevýhody pro srovnání s Primocem.

Tabulka 4: Relativní ocenění: Výběr velkých firem z leteckého průmyslu s expozicí na UAV; seřazeny sestupně, k 10. 5. 2023

Společnost	oč. prům. P/E 2023-25	Společnost	oč. prům. EV/EBITDA 2023-25	Společnost	oč. prům. P/Sales 2023-25
Boeing	28,0	Boeing	23,0	L3Harris Technologies	1,9
Elbit Systems	23,6	Elbit Systems	15,4	Raytheon	1,8
Northrop Grumman	17,8	Northrop Grumman	13,6	Lockheed Martin	1,7
Airbus	17,6	Lockheed Martin	12,7	Northrop Grumman	1,7
Raytheon	16,8	Raytheon	12,6	Elbit Systems	1,4
Lockheed Martin	16,2	L3Harris Technologies	12,4	Boeing	1,4
BAE Systems	15,5	BAE Systems	10,1	Airbus	1,3
L3Harris Technologies	14,3	Airbus	8,8	BAE Systems	1,2
Textron	11,6	Textron	8,3	Textron	0,9
Leonardo	7,3	Leonardo	4,9	Leonardo	0,4
Průměr	16,9	Průměr	12,2	Průměr	1,4
Medián	16,5	Medián	12,5	Medián	1,4
Primoco	10,3	Primoco	6,8	Primoco	3,6

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

Tabulka 5: Relativní ocenění: Výběr „čistých“ výrobců UAV; seřazeny sestupně, k 10. 5. 2023

Společnost	oč. prům. P/E 2023-25	Společnost	oč. prům. EV/EBITDA 2023-25	Společnost	oč. prům. P/Sales 2023-25
ACSL	382,8	Drone Shield	133,3	Ehang Holdings	29,0
Drone Shield	42,7	AeroVironment	19,0	ACSL	4,3
AeroVironment	39,0	Volatus Aerospace	9,1	Drone Shield	4,1
Draganfly	-	ACSL	-	AeroVironment	4,0
Volatus Aerospace	-	Draganfly	-	Draganfly	3,3
Ehang Holdings	-	Ehang Holdings	-	Volatus Aerospace	0,5
Průměr	154,8	Průměr	53,8	Průměr	7,5
Medián	42,7	Medián	19,0	Medián	4,0
Primoco	10,3	Primoco	6,8	Primoco	3,6

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

## Výsledky: Navzdory skoku v tržní ceně není Primoco naceněno vysoko

Výsledky v širší skupině firem ukazují (Tabulka 4), že Primoco je nyní oceněno zřetelně pod průměrem u P/E (10,3 vs. 16,9) i EV/EBITDA (6,8 vs. 12,2). Nižší násobky než Primoco má z celé množiny pouze zbrojař Leonardo, který má však kvůli specifickým problémům dlouhodobě nejnižší násobky z velkých zbrojařů. Primoco vychází dražší pouze u násobku P/Sales, avšak tento výsledek není ve světle předchozích násobků podstatný: Primoco realizuje vyšší ziskové marže než zbytek sektoru, a proto má navzdory vyššímu násobku P/Sales nižší P/E a EV/EBITDA.

Výsledky v užší skupině (Tabulka 5) vyznívají pro Primoco opět příznivě. Jeho násobky P/E, EV/EBITDA i P/Sales jsou nižší než průměr i medián sektoru. Navíc má Primoco výrazně nižší násobky než zmíněná firma AeroVironment, kterou považujeme za nejlepší pro srovnání.

Tržní cena akcií Primoca za posledních 12 měsíců vzrostla zhruba o 100 %, ale skok v očekávaném hospodaření je rovněž významný, a proto se Primocu nezvýšily tržní násobky. Naopak téměř celý sektor letecké výroby a zbrojařství měl letos na burzách jeden z největších růstů cen, ale růst odhadů zisku mu zároveň rostl pomaleji, a tím jeho tržní násobky značně vzrostly. Primoco je tak podle nás příznivě naceněno nejenom prostým porovnáním násobků, ale i faktem, že výsledky Primoca porostou zřejmě větším tempem než u firem v širší skupině výše. Jako důvod pro nižší násobky může být určitý diskont za nízkou likviditu akcií Primoca na burze, ale i při uvážení tohoto diskontu vycházejí podle nás násobky Primoca jako velmi nízké oproti srovnatelným firmám.

## 7. Závěr

### Příznivé vnější prostředí nabízí Primocu mimořádnou příležitost

Změněná bezpečnostní situace v Evropě loni přinesla Primocu klíčový impuls k realizaci prvních větších zakázek a získání potřebných referencí u zákazníků. Jsme názoru, že tato nová situace v Evropě není pouze přechodnou vlnou, ale že byl nastartován delší proces na 5 až 10 let, kdy se bude obnovovat vybavení evropských armád a zároveň bude probíhat jejich potřebná modernizace. Ta se bude vyznačovat mimo jiné zaváděním bezpilotních prostředků a jsme přesvědčeni, že Primoco má mimořádnou příležitost z tohoto trendu čerpat.

Za klíčové výhody Primoca považujeme cenu výrobku, letecké certifikace a také fakt, že Primoco na rozdíl od drtivé většiny konkurentů sídlí v EU a tím pádem má přirozeně větší šanci na získávání zakázek v evropských zemích. Mezi rizika řadíme nadále relativní nevyspělost firmy a také výraznou závislost úspěchu na osobě generálního ředitele. Domníváme se však, že Primoco má velkou šanci letos a v dalších letech pokračovat v rychlém zvyšování tržeb a zisku.

### 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.
- Výhoda produktu oproti vrtulníkům z hlediska provozních nákladů a oproti konkurenčním bezpilotním letadlům z hlediska pořizovací ceny a certifikací.
- Relativně vysoká ziskovost již od malého objemu výroby, daná nízkými fixními náklady a v současnosti omezenou konkurencí na evropském trhu (tj. absence výraznějšího tlaku na cenu produktu).

- Získání evropské certifikace EMAR 21 pro výrobce vojenské letecké techniky, certifikace EASA LUC a probíhající vojenská 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.
- 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, Afrika) 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; souhlas může být omezen v závislosti na geopolitickém vývoji.
- Oslabování eura vůči české koruně (zakázky jsou účtované v eurech).
- Očekávané zvýšení daně z příjmu právnických osob v České republice z 19 na 21 %.
- Omezená likvidita akcií Primoca na trhu Start pražské burzy.

## Příloha

### Výsledovka

CAS, mil. Kč	2019	2020	2021	2022	oč. 2023 J&T	oč. 2024 J&T	oč. 2025 J&T	oč. 2026 J&T	oč. 2027 J&T
Tržby	1,4	26,0	17,8	153,2	515,6	877,0	1159,2	1388,5	1589,9
EBITDA	-20,9	-5,0	-24,6	66,0	237,2	368,3	463,7	527,6	604,2
<i>EBITDA marže</i>	n.m.	-19,1%	-138,5%	43,0%	46,0%	42,0%	40,0%	38,0%	38,0%
Provozní výsledek	-23,4	-7,0	-27,5	62,4	233,5	364,1	459,5	523,1	597,5
Finanční výsledek	-0,5	-2,5	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk	-24,0	-9,4	-28,0	61,9	189,2	294,9	372,2	423,7	484,0
<i>Marže čistého zisku</i>	n.m.	-36,2%	-157,3%	40,4%	36,7%	33,6%	32,1%	30,5%	30,4%
Zisk na akcii (Kč)	-5,5	-2,2	-6,1	13,1	40,2	62,6	79,0	90,0	102,8

### Rozvaha

CAS, mil. Kč	2019	2020	2021	2022	oč. 2023 J&T	oč. 2024 J&T	oč. 2025 J&T	oč. 2026 J&T	oč. 2027 J&T
<b>Celková aktiva</b>	<b>52,1</b>	<b>50,5</b>	<b>84,7</b>	<b>157,9</b>	<b>388,3</b>	<b>719,3</b>	<b>1142,9</b>	<b>1594,1</b>	<b>2102,2</b>
Dlouhodobá aktiva	32,9	30,2	32,4	36,3	35,4	35,2	38,0	55,4	85,8
Krátkodobá aktiva	19,1	20,2	52,3	121,6	352,8	684,1	1104,9	1538,7	2016,5
z toho hotovost	2,4	0,7	28,2	63,1	252,9	530,5	917,4	1323,6	1777,3
<b>Celková pasiva</b>	<b>52,1</b>	<b>50,5</b>	<b>84,7</b>	<b>157,9</b>	<b>388,3</b>	<b>719,3</b>	<b>1142,9</b>	<b>1594,1</b>	<b>2102,2</b>
Vlastní kapitál	31,3	21,8	84,4	146,7	335,8	630,7	1002,9	1426,6	1910,6
Rezervy	0,0	0,1	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Závazky	20,7	28,6	0,2	10,3	51,6	87,7	139,1	166,6	190,8
Dlouhodobé závazky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé závazky	20,7	28,6	0,2	10,3	51,6	87,7	139,1	166,6	190,8

### Cash flow

CAS, mil. Kč	2019	2020	2021	2022	oč. 2023 J&T	oč. 2024 J&T	oč. 2025 J&T	oč. 2026 J&T	oč. 2027 J&T
Provozní cash flow	6,7	-1,4	-58,7	34,7	192,6	281,6	393,9	428,3	490,6
Investiční cash flow	-27,8	-0,2	-4,4	-0,2	-2,8	-4,0	-7,0	-22,0	-37,0
Finanční cash flow	0,0	0,0	90,5	0,4	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	-21,2	-1,6	27,4	34,9	189,8	277,6	386,9	406,3	453,6
Volné cash flow pro akcionáře	-21,2	-1,6	27,4	34,9	189,8	277,6	386,9	406,3	453,6

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

## 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
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@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	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](http://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](http://www.jt-bank.sk)

## Přehled doporučení a vztahy s jednotlivými emitenty

	ČEZ	Colt CZ Group	Erste	Kofola	KB	Moneta Money Bank	Philip Morris ČR	VIG
<b>Přehled aktuálních doporučení k vybraným titulům na BCCP</b>								
Doporučení	Koupit	Koupit	Koupit	V revizi	Koupit	Koupit	Držet	Držet
Cílová cena	1 303 Kč	865 Kč	52 EUR	V revizi	863 Kč	104 Kč	V revizi	24,5 EUR
Tržní cena v den doporučení	1 050 Kč	618 Kč	45 EUR	204 Kč	670 Kč	77 Kč	-	18,1 EUR
Datum	2-III-2023	30-III-2022	10-II-2022	20-III-2020	6-XII-2022	5-I-2023	21-IX-2017	12-V-2017
Analytik/čka	Milan Lávička	Pavel Ryska	Milan Lavicka	Pavel Ryska	Milan Lávička	Milan Lávička	Milan Vaníček	Milan Lávička
<b>Přehled doporučení k vybraným titulům za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>								
Doporučení	Koupit	.	V revizi	Koupit	Koupit	Koupit	Držet	.
Cílová cena	1623 Kč	.	V revizi	435 Kč	1 021 Kč	109 Kč	12705 Kč	.
Datum	2-III-2023	.	18-II-2021	17-VII-2019	23-II-2022	8-XII-2022	24-VIII-2016	.
Doporučení	Koupit	.	Koupit	Držet	Držet	Koupit	.	.
Cílová cena	1049	.	40,4 EUR	426 Kč	991 Kč	105 Kč	.	.
Datum	10-V-2021	.	31-VIII-2018	9-I-2016	16-XI-2021	31-V-2022	.	.
Doporučení	Koupit	.	Držet	.	Koupit	Držet	.	.
Cílová cena	721 Kč	.	34 EUR	.	836 Kč	105 Kč	.	.
Datum	14-IV-2021	.	21-VIII-2017	.	25-XI-2020	21-XII-2021	.	.
Doporučení	Koupit	.	.	.	Držet	Koupit	.	.
Cílová cena	708 Kč	.	.	.	940 Kč	105 Kč	.	.
Datum	14-IV-2021	.	.	.	11-III-2018	10-IX-2021	.	.
Metody ocenění	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
Přímý či nepřímý podíl J&T Banky na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %.	ne	ne	ne	ne	ne	ano	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
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %.	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
<b>Vztahy J&amp;T Banky s jednotlivými emitenty</b>								
Management nebo spolu management emise CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců.	ne	ne	ne	ne	ne	ano	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
J&T Banka market making pro tituly příslušného emitenta.	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 premie (určené individuálně pro každou společnost a odvozené od rizikové premie 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 koncern (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](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.

- J&T Banka je tvůrcem trhu nebo osobou jinak zajišťující likviditu ve vztahu k investičním nástrojům Primoco UAV SE.
- Analytik, který připravil tento report, drží akcie Primoco UAV SE, které koupil 12. 3. 2021 za cenu 256 Kč/ks.

2023 © J & T BANKA, a. s.