

Výrobce střelných zbraní Česká zbrojovka Group (CZG) chystá veřejnou nabídku akcií (IPO) s cílem získat finanční prostředky na své rozvojové plány.

Pevné zakotvení na americkém trhu

Hlavním investičním záměrem pro nejbližší roky je stavba výrobního závodu v USA, konkrétně ve státě Arkansas, ve městě Little Rock. Pro CZG je americký trh stěžejním trhem, v loňském roce na něm realizovala 51 % celkových tržeb, za první letošní pololetí pak podíl činil dokonce 70 %. Aktuální roční výrobní kapacita poblíž 400 tisíc kusů by se díky novému americkému závodu měla navýšit o 150 – 160 tis., tedy k hranici kolem 550 tisíc.

Existují dva významné důvody výstavby nové fabriky. Za prvé, dosavadní hlavní produkční závod v Uherském Brodě se pohybuje na hraně své kapacity a CZG aktuálně s obtížemi uspokojuje silně rostoucí poptávku po zbraních na americkém trhu. Za druhé, CZG ve Spojených státech momentálně téměř výhradně obsluhuje civilní trh, marginálně pak dodává i některým lokálním bezpečnostním složkám. Cílem společnosti je postupně expandovat i do tamních federálních ozbrojených složek, jinými slovy účastnit se vládních tendrů na dodávky palných zbraní do armády, policie apod. Podle amerických zákonů se zbrojařské společnosti mohou účastnit těchto výběrových řízení jen za předpokladu, že určitou část své produkce vyrábí na území USA. Výstavbou nového závodu tak CZG bude tuto podmínku splňovat.

Management společnosti očekává zahájení výstavby v průběhu roku 2021, dokončení stavby je plánováno na konec roku 2022 s tím, že od roku 2023 by měla nová výrobní kapacita v USA znamenat významný impuls do hospodaření společnosti. Provozní zisk EBITDA by pak dle tržních odhadů mohl mít potenciál se od roku 2023 posunout z loňských cca 1340 mil. Kč do rozmezí 1700 – 1900 mil. Kč.

Predikce CAPEX na novou americkou továrnu se dle společnosti pohybuje v intervalu 60 – 70 mil. USD (cca 1380 – 1610 mil. Kč). Zmíněná úroveň investičních výdajů by mohla být tlumena možnou pobídkou (dotací) kolem 20 mil. USD (460 mil. Kč) od tamní lokální vlády. CZG vlastní pozemky, je držitelem potřebných licencí, plánované americké investice by tedy nemělo nic bránit a vše směřuje k její realizaci.

Akviziční potenciál

Mezi další strategické záměry společnosti patří realizace případných akvizic, a to v uvažovaném objemu 50 – 300 mil. EUR (1350 mil. Kč – 8100 mil. Kč). CZG indikuje zájem rozšířit/posílit svůj byznys nejen o další producenty ručních palných zbraní, ale i o výrobce různých doplňků ke zbraním (taktické příslušenství, optika, balistická ochrana) či výrobce munice, tak aby si postupně vytvářela stále širší portfolio produktů s cílem být co nejvíce flexibilní směrem ke svým zákazníkům. Podle našeho názoru bude mít CZG z finančního pohledu dostatečný prostor k realizaci akviziční politiky. Z IPO společnost očekává výnos v blízkosti 2000 mil. Kč, firma generuje dostatečně silné provozní cash flow, což se v konečném důsledku promítá do nízkého zadlužení, jenž dosahuje úrovně 1,2x EBITDA. CZG se tedy může opřít o silnou finanční pozici vytvářející akviziční potenciál.

Předpoklady nadále vykazovat růsty

Vydařené letošní první pololetí, kdy CZG silně rostla na americkém trhu a celkově dosáhla rekordního růstu tržeb, pětiletý kontrakt s českou armádou na dodávku zbraní, spolupráce s maďarskou zbrojařskou firmou HM Arzenal, jež by měla vyústit v přezbrojení maďarské armády, další upevňování pozice na rostoucím americkém trhu podpořené snahou více proniknout do segmentu tamních státních a lokálních ozbrojených složek, akviziční aktivita, to vše podle našeho názoru vytváří předpoklady k tomu, aby provozní ziskovost vykazovala rostoucí trend jak v letošním roce, tak v nejbližších letech.

Srovnání s konkurencí

Na společnost CZG máme pozitivní názor i z pohledu konkurenčního srovnání. Vnímáme příznivě výraznější geografickou diverzifikaci ve srovnání s některými konkurenty. Americký trh je sice pro CZG stále stěžejním odbytištěm, nicméně společnost je silně zaměřená i na evropský trh (loni téměř 40 % celkových tržeb) a dodává rovněž do rozvojového světa (Asie, Afrika). CZG disponuje širokou distribuční sítí (cca 150 distributorů po celém světě), produkty firmy směřují do více než devadesáti zemí. Geografická rozmanitost, flexibilita se pozitivně projevila ve složitém koronavirovém období první poloviny letošního roku, kdy CZG reagovala na covidové „uzamčení“ evropské ekonomiky přesunem prodeje nejen do USA (kde meziročně navýšila tržby o silných 57 %), ale i do rozvojových zemí. Výsledkem toho bylo, že COVID-19 neměl na hospodaření společnosti žádný vliv (prakticky nedošlo k přerušení výroby), CZG naopak za první letošní pololetí navýšila tržby o 13,5 % y/y. Naproti tomu blízcí konkurenti jako např. společnosti Smith & Wesson či Sturm Ruger jsou zaměřeni téměř výhradně na trh ve Spojených státech amerických.

Ve srovnání s konkurenčními výrobci ručních palných zbraní (viz. tabulka níže) dosahuje CZG výrazně vyšší EBITDA marže. Zatímco provozní marže se u blízkých konkurentů pohybuje dle mediánu poblíž úrovně 15 %, tak CZG za rok 2019 vykázala 22,5% marži. Společnost dokáže konkurovat nižšími osobními náklady, efektivní výrobou (závod v Uherském Brodě je na vysoké technické úrovni, ta by se měla nadále zvyšovat po dostavbě nového moderního závodu v USA), rostoucí produktivitou práce a rovněž širokým produktovým mixem.

Tabulka č.1: Konkurenční srovnání

	EV/EBITDA		EBITDA marže	Čistý dluh/EBITDA	Dividendový výnos
	2020e	2021e	2019	2019	2020
Sturm Ruger	7,3	7,8	16,7%	-2,4	2,6%
Smith & Wesson	4,1	6,7	16,9%	10,1	1,3%
Vista Outdoor	6,9	7,5	7,5%	4,3	N/A
Taurus Armas	9,9	7,4	13,1%	5,6	N/A
Medián	7,1	7,5	14,9%	5,0	2,0%
Lockheed Martin	12,0	11,1	16,7%	1,2	2,4%
Bae Systems	8,1	7,1	13,1%	0,9	4,6%
Huntington Ingalls	7,5	9,5	11,4%	1,4	2,9%
SAAB AB-B	8,7	7,9	12,1%	0,7	N/A
Textron	10,8	7,6	11,4%	1,3	0,2%
Thales	8,9	7,2	14,2%	1,2	0,9%
General Dynamics	10,4	9,7	14,7%	2,2	3,1%
Safran	15,1	11,8	21,0%	0,9	N/A
L3Harris Technologies	11,4	10,4	16,0%	3,4	1,9%
Medián	10,4	9,5	14,2%	1,2	2,4%

zdroj: Bloomberg

Prostor pro dividendu

Silná finanční (likvidní) pozice vytváří prostor nejen pro výše zmíněné akviziční příležitosti, ale management má v plánu i do budoucna realizovat dividendovou politiku. Cílem je každoročně vyplácet minimálně 33 % čistého zisku, což by v příštím roce mohlo indikovat dividendový výnos v rozmezí 2 – 2,5 %. Tím by se CZG vyrovnalo obvyklým hodnotám ve zbrojařském sektoru. Podle managementu firmy však nelze vyloučit vyšší výplatní poměr za předpokladu absence zajímavých investičních příležitostí.

Valuace společnosti

Pro veřejnou nabídku akcií bylo stanoveno cenové rozpětí 290 – 370 Kč, což při předpokládaném objemu akcií po IPO v blízkosti 36 mil. ks oceňuje společnost v absolutním vyjádření na 10,4 – 13,3 mld. Kč.

Tabulka č.2: Valuace CZG v závislosti na ceně akcie v rámci IPO

	Cena akcie (v Kč)								
	290	300	310	320	330	340	350	360	370
EV/EBITDA 2020e (0% y/y)	7,5	7,7	8,0	8,2	8,4	8,6	8,8	9,1	9,3
EV/EBITDA 2020e (5% y/y)	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4	8,6	8,8
EV/EBITDA 2020e (10% y/y)	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4
EV/EBITDA 2020e (15% y/y)	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,1
EV/EBITDA 2021e (0% y/y)	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4	8,6	8,8
EV/EBITDA 2021e (5% y/y)	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4
EV/EBITDA 2021e (10% y/y)	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,0
EV/EBITDA 2021e (15% y/y)	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5	7,7

zdroj: CZG, výpočty Fio banky

CZG v posledních letech vykazuje růstový trend hospodaření. Za období 2017 – 2019 činil průměrný roční růst tržeb 14,4 %, provozní zisk EBITDA pak v průměru rostl o 17,5 % ročně. Na základě výše uvedených vlivů se domníváme, že společnost má potenciál nadále pokračovat v pozitivním vývoji hospodaření s růsty provozní ziskovosti pohybující se v nejbližším období alespoň v rozmezí 5 – 10 %. To pak znamená zejména **ve spodní polovině cenového rozpětí relativně atraktivní ocenění společnosti CZG ve srovnání s veřejně obchodovanými konkurenčními firmami**. Konkrétně, 5 – 10% růst indikuje při ceně 290 Kč na akcii hodnotu CZG na úrovni 6,5x – 6,8x násobku očekávané EBITDA za rok 2021. Konkurenční firmy se dle mediánu obchodují za 7,5x násobek EV/EBITDA 2021, je zde tedy patrný na spodní hraně rozpětí výraznější diskont vůči sektoru značící investiční potenciál akcie CZG. Určitý diskont vůči odvětví je podle našich odhadů patrný až do ceny 320 – 330 Kč za akcii, **z celkového pohledu tak považujeme cenové pásmo 290 – 330 Kč za rozumnou úroveň indikující růstový potenciál**.

Na sektorových násobcích (za předpokladu nastíněného rostoucího hospodaření) by se akcie CZG nacházely na ceně poblíž 340 Kč. Vzhledem k tomu, že společnost CZG se, díky výše uvedeným atributům jako geografická diverzifikace, vyšší provozní marže, nákladová efektivnost, nízké zadlužení a z toho vyplývající silný finanční profil, jeví ve srovnání s konkurencí v lepším světle, tak i ocenění akcií CZG poblíž tržních násobků dává podle našeho názoru smysl s tím, že titul má potenciál se v budoucnu obchodovat i s určitou premií vůči trhu.

Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluledoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz