

Začiatok krytia

Cena: CZK 254

Genový cieľ: CZK 348

Začínáme pokrývať spoločnosť GEVORKYAN, európskeho lídra v oblasti výroby komponentov práškovou metalúrgiou, s ratingom KÚPIŤ a cieľovou cenou na úrovni 12 mil. 348 CZK/akcia (37% nárast). Špičkový výrobný proces umožňuje spoločnosti vyvíjať zložité komponenty, ktoré si jej zákazníci nemôžu ľahko zaobstarať inde. Vďaka tomu má spoločnosť GEVORKYAN významnú cenovú silu, čo vedie k špičkovej marži EBITDA v odvetví (v rokoch 2018 - 23 v priemere 26 % oproti 16 % u jej konkurentov). Zmluvy spoločnosti sú dlhodobé, čo poskytuje dobrý prehľad o jej strednodobých tržbách. Od roku 2020 spoločnosť GEVORKYAN rozširuje svoju výrobnú kapacitu, aby uspokojila nadmerný dopyt, pričom spotrebuje v priemere približne 8-9 mil. EUR FCFF za rok. Keďže spoločnosť funguje na plnú kapacitu, tieto investície sú rozhodujúce pre jej ďalší rast. Očakávame, že v rokoch 2023-26E dosiahne EBITDA CAGR úroveň 21 %, čo je mierne pod 2018-22 CAGR na úrovni 26 %, ale značne nad úrovňou svojich konkurentov (13 % CAGR 2023-26E CAGR). Investičný cyklus sa teraz blíži ku koncu a očakávame, že FCFF sa v roku 2025E obráti pozitívnym smerom. Rast a pozitívne peňažné toky by mali pomôcť znížiť leverage z konca roka 2023 čistý dlh k EBITDA na úrovni 3,4 x na menej ako 2x v roku 2026E podľa našich odhadov. Zdá sa, že spoločnosť GEVORKYAN je oceňovaná atraktívne pre profil rastu a viditeľnosť tržieb, ktoré ponúka, najmä vzhľadom na to, že jej konkurenti, ktorí pracujú s podobnými maržami, sa obchodujú na úrovni pre rok 2024E EV/EBITDA približne 19x. Transatlantická expanzia (nová továreň v USA alebo Mexiku) by mohla byť spúšťacím mechanizmom.

Nie je to montážna linka. Prevádzky spoločnosti GEVORKYAN sú vysoko automatizované (približne jeden robot na dvoch pracovníkov). Jej výskumný a vývojový tím ročne navrhne približne 150 nových komponentov. Jej sofistikované produkty a diverzifikovaná klientska základňa poskytujú spoločnosti GEVORKYAN významnú cenovú silu (EBITDA marža >50 % vyššia ako priemer jej konkurentov) a viditeľnosť tržieb (priemerná zmluva: päť až sedem rokov).

Očakávame 21 % EBITDA CAGR v rokoch 2023-26E. Na viac ako 75 % nášho odhadu tržieb na rok 2026E už boli uzatvorené zmluvy. Naše údaje sú o niečo konzervatívnejšie ako historická 26 % EBITDA CAGR v rokoch 2018-22 a sme tiež o niečo (cca 2 p. b.) opatrnejší ako prognóza EBITDA marže spoločnosti vo výške 30 % na rok 2024E), čo ponecháva priestor na pozitívne prekvapenie.

FCFF sa môže zmeniť na kladný od roku 2025E. V rokoch 2020-22 spoločnosť GEVORKYAN spotrebovala približne 8-9 mil. EUR FCFF ročne na rozšírenie svojich výrobných liniek a nákup špičkových strojov, aby uspokojila dopyt. Keďže cyklus kapitálových výdavkov končí v roku 2024E, v rokoch 2025-26E očakávame v mene EUR priemere 11 mil. EUR kladný FCFF ročne.

Čistý dlh k EBITDA ku koncu roka 2023 v pomere približne 3,4x je 1-2x vyšší ako u konkurentov. Rast výnosov a pozitívne FCFF by podľa nášho odhadu mali znížiť hodnotu pod 2x do roku 2026E.

Ocenenie. Našu 12-mesačnú PT sme stanovili na 348 CZK/akcia (37% nárast), pričom sme použili DCF a EV/EBITDA (50:50), s COE 10 -11% a WACC 8,5-9,0%. Spoločnosť GEVORKYAN sa obchoduje na úrovni 9,3 EV/EBITDA podľa nášho odhadu na rok 2024E, s 11 % diskontom oproti svojim konkurentom (10,4 EV/EBITDA podľa konsenzu Bloomberg na rok 2024E).

Medzi riziká patria: riziko kľúčovej osoby (pán Gevorkyan), vysoké leverage, expanzia do USA, marže, slovenské účtovné štandardy a vojna na Ukrajine.

Katalyzátory. Úspešná expanzia v USA (alebo Mexiku); rast príjmov.

Očakávané udalosti

2023 výročná správa	30. apríla
Výsledky za prvý štvrťrok 2024	15. mája

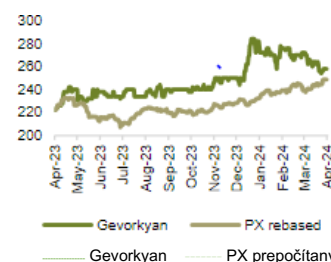
Kľúčové údaje

Trhová kapitalizácia 3M ADTV	EUR 167m
	EUR 18k
Voľne obchodovateľné akcie	17.6%
Akcie v obehu	16.7m
Hlavný akcionár	Artur Gevorkyan: 77.1%
Kód Bloomberg	GEV CP
PX Index	1,525

Genová výkonnosť

52-w rozsah (CZK)	232-284
52-w výkonnosť	13%
Relatívna výkonnosť	2%

Výkonnosť ceny akcií spoločnosti GEVORKYAN za 12 mesiacov



	Tržby EURm	EBITDA EURm	EBIT EURm	Čistý príjem EURm	EPS EUR	P/E x	EV/EBITDA x	ND/EBITDA x
2020	48.2	12.6	7.1	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	4.7
2021	54.0	15.4	7.7	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	4.6
2022	58.7	18.1	9.1	3.5	0.21	47.2	12.6	3.4
2023E	76.5	20.8	9.0	4.0	0.24	47.1	12.5	3.4
2024E	93.6	26.4	13.4	6.3	0.38	26.9	9.3	2.9
2025E	108.4	31.4	16.9	9.3	0.56	18.6	7.9	2.3

Obsah

Snímka spoločnosti - KÚPIŤ, 12M PT CZK 348	3
Investičný prípad	4
Prehľad o spoločnosti	6
Očakávame, že EBITDA dosiahne 21% ecag v rokoch 2023-26E	11
Inflexný bod FCFE, pričom cyklus kapitálových výdavkov sa končí v roku 2024E	14
Kapitálová štruktúra: čistý dlh/EBITDA 3,4x v roku 2023E, čo je viac ako u konkurentov	15
Rozširovanie kapacít na Slovensku (a v USA?) s cieľom uspokojiť nadmerný dopyt.....	17
Ocenenie: 12M PT 348 CZK/akcia, čo znamená 37% hore	18
Riziká	21
Finančné údaje	22
Dodatok: Priemysel práškovej metalurgie.....	24
Dôležité odhalenia	26

Uzatváracie ceny k 02. aprílu 2024

© 2024 by WOOD & Company Financial Services, a.s.

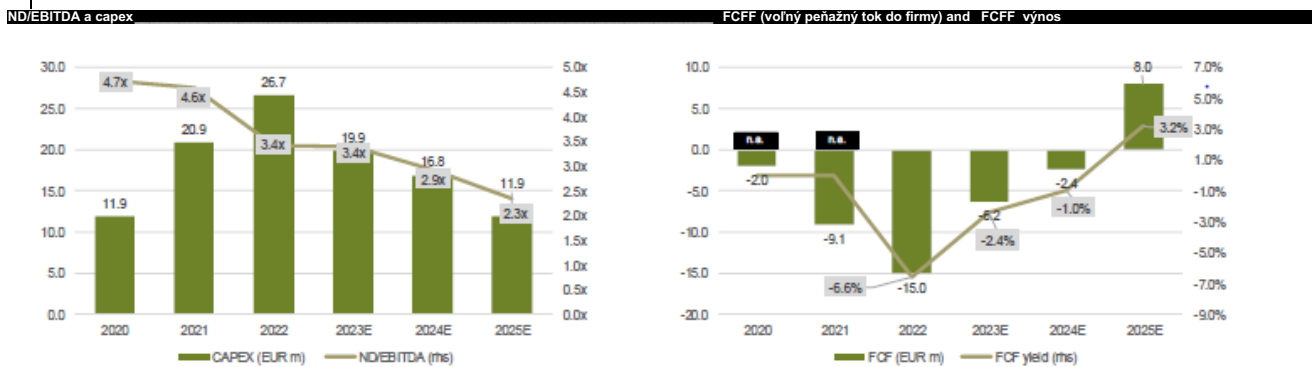
Všetky práva vyhradené. Žiadna časť tejto správy nesmie byť reprodukováná alebo prenášaná v akejkoľvek forme alebo akýmkoľvek elektronickým alebo mechanickým prostriedkami bez písomného súhlasu spoločnosti WOOD & Company Financial Services, a.s. Táto správa sa nesmie požičiavať, ďalej predávať, prenajímať alebo inak obchodne nakladať v inej forme väzby alebo obalu, než v akom je uverejnená, bez písomného súhlasu spoločnosti WOOD & Company Financial Services, a.s.

Žiadosti o povolenie vyhotoviť kópie ktorejkoľvek časti tejto správy zasielajte na adresu:

WOOD & Company Financial Services a.s.
Palladium, Namesti Republiky 1079/1a,
110 00 Praha 1 – Česká republika tel.: +420 222 096 111 fax: +420 222 096 222 <http://www.wood.cz>

Snímka spoločnosti - KÚPIŤ, 12M PT(cenový cieľ) CZK 348

KÚPIŤ		VÝKONNOSŤ CENY AKCIE					POPIS SPOLOČNOSTI																								
Bloomberg ticker symbol	GEV CP						GEVORKYAN je spoločnosť zaoberajúca sa práškovou metalúrgiou a výrobou kovových komponentov. Sídli na Slovensku a špecializuje sa na sintering (prášková metalurgia), vstrekovanie kovových práškov (MIM), izostatické lisovanie za tepla (HIP) a aditívnu výrobu (AM). V roku 2022 spoločnosť vyrobila približne 72 mv unikátnych komponentov, ktoré distribuovala do EÚ (58 %), USA (23 %), Číny a Indie (10 %) a iných krajín (9 %). Na rozdiel od väčšiny svojich konkurentov nie je výrazne závislá od automobilového sektora (32 %), ale má diverzifikované operácie v oblasti ropy a plynu, poľnohospodárstva, kozmetiky a módy, ručného náradia a ďalších sektorov. Zakladateľ spoločnosti Artur Gevorkyan je majoritným akcionárom so 77,1 % akcií spoločnosti, zatiaľ čo voľne obchodovateľný podiel predstavuje 17,6 %.																								
Uzatváracia (CZK/akcia)	254																														
PT (price target = cenový cieľ) (CZK/akcia)	348																														
Nárast k PT	37%																														
Akcie v obehu (m)	16.7																														
Trhová hodnota (EURm)	167																														
Voľne obchodovateľné akcie	17.6%																														
Priemerný denný obrat (EURk)	18																														
Výkonnosť za 52 týždňov	16%																														
Relatívna výkonnosť za 52 týždňov 52-týždňový rozsah (CZK)	4%																														
232-284																															
POMEROVÉ UKAZOVATELE		EUR/akcia					UKAZOVATELE HODNOTENIA					FCF ROZPIS (EUR m)																			
EPS earnings per share = zisk na akciu	n.a.	n.a.	0.2	0.2	0.4	0.6	EV/EBITDA	n.a.	n.a.	12.6x	12.5x	9.3x	7.9x																		
CFPS cash flow per share = peňažný tok na akciu	n.a.	n.a.	0.7	0.9	0.9	1.2	P/E	n.a.	n.a.	47.2x	47.1x	26.9x	18.6x																		
BVPS book value per share = účtovná hodnota na akciu	n.a.	n.a.	4.1	4.3	4.7	5.2	FCFF výnos	n.a.	n.a.	-6.6%	-2.4%	-1.0%	3.2%																		
DPS dividend per share = dividend na akciu	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Výnos z dividend	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.																		
FINANČNÉ UKAZOVATELE		2020					2021					2022					2023E					2024E					2025E				
EBITDA marža	26%	28%	31%	27%	28%	29%	EBIT	7.1	7.7	9.1	9.0	13.4	16.9																		
EBIT marža	15%	14%	15%	12%	14%	16%	NOPLAT	5.5	5.2	6.9	6.8	10.6	13.4																		
Čistá marža	8%	4%	6%	5%	7%	9%	Odpisy	5.6	7.7	9.0	11.9	12.9	14.4																		
ROE návratnosť vlastného kapitálu	11%	6%	7%	6%	8%	11%	CAPEX	-11.9	-20.9	-26.7	-19.9	-16.8	-11.9																		
ROA návratnosť aktív	3%	2%	3%	3%	4%	5%	Zmeny v prevádzkovom kapitálu	-1.1	-1.1	-4.2	-5.0	-9.1	-7.9																		
ROIC návratnosť investovaného kapitálu	6%	5%	6%	5%	7%	8%	FCFF	-2.0	-9.1	-15.0	-6.2	-2.4	8.0																		
FINANČNÉ ÚDAJE SPOLOČNOSTI		2020					2021					2022					2023E					2024E					2025E				
VÝKAZ ZISKOV A STRÁT, EURm		SÚVAHA, EURm																													
Tržby	48.2	54.0	58.7	78.5	93.6	108.4	PPE nehmuteľnosti, stroje a zariadenia	59.8	73.1	90.2	98.1	102.1	99.8																		
COGS náklady na predaný tovar	-27.0	-27.1	-32.9	-42.1	-50.5	-58.0	Nehmotný majetok	12.0	11.7	11.5	11.6	11.6	11.4																		
Služby	-5.8	-7.6	-8.6	-12.2	-14.3	-15.7	Dlhodobý majetok spolu	72.9	84.8	101.7	109.7	113.6	111.1																		
Zmeny stavu zásob hotových výrobkov	0.3	0.3	5.5	4.5	4.5	4.5	Zásoby	19.3	19.9	23.9	29.4	35.9	41.6																		
Hrubý zisk	15.7	19.6	22.7	26.7	33.3	39.2	Pohľadávky z obchodného styku	12.7	21.1	23.6	27.3	33.3	38.6																		
Personálne výdavky	-3.2	-3.7	-4.8	-6.0	-7.0	-8.0	Peňažné prostriedky a peňaz. ekvivalenty	0.0	1.2	2.7	3.1	2.8	2.2																		
EBITDA zisk pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortiz.	12.6	15.4	18.1	20.8	26.4	31.4	Ostatné	7.1	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6																		
Odpisy a amortizácia	-5.6	-7.7	-9.0	-11.9	-12.9	-14.4	Krátkodobý majetok spolu	39.1	42.7	50.8	60.3	72.6	82.9																		
EBIT zisk pred úrokmi a daňami	7.1	7.7	9.1	9.0	13.4	16.9	Aktíva spolu	112.1	127.5	152.5	170.0	186.3	194.1																		
Úrokové náklady	-2.2	-2.2	-3.1	-3.7	-4.8	-4.5	Vlastné imanie spolu	34.6	36.9	67.9	71.9	78.2	87.4																		
Ostatné výdavky	0.0	-2.1	-1.3	0.0	-0.7	-0.7	Dlhodobé pôžičky	40.0	63.2	50.7	68.9	75.4	70.9																		
PBT zisk pred zdanením	4.8	3.4	4.6	5.3	8.0	11.7	Ostatné dlhodobé záväzky	2.5	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1																		
Daň z príjmu	-1.1	-1.1	-1.1	-1.3	-1.7	-2.5	Spolu dlhodobé záväzky	42.5	66.5	54.8	73.0	79.5	75.0																		
Čistý zisk	3.8	2.3	3.5	4.0	6.3	9.3	Krátkodobý dlh	19.5	8.6	13.6	4.7	4.7	4.7																		
VÝKAZ PEŇAŽNÝCH TOKOV, EUR m		Krátkodobé záväzky z obch. styku																													
Peňažný tok z operácií	10.4	12.9	11.3	14.5	14.9	20.3	Ostatné krátkodobé záväzky	7.5	3.3	4.6	4.6	4.6	4.6																		
Odpisy a amortizácia	5.6	7.7	9.0	11.9	12.9	14.4	Spolu krátkodobé záväzky spolu	34.9	24.1	29.8	25.1	28.6	31.6																		
Zmeny v prevádzkovom kapitálu	-1.1	-1.1	-4.2	-5.0	-9.1	-7.9	Vlastné imanie a záväzky spolu	112.1	127.5	152.5	170.0	186.3	194.1																		
Peňažný tok z investícií	-10.1	-18.2	-23.0	-19.9	-16.8	-11.9	Čistý dlh	60	71	62	71	77	74																		
CAPEX = kapitálové náklady	-11.9	-20.9	-26.7	-19.9	-16.8	-11.9	NDEBITDA	4.7x	4.6x	3.4x	3.4x	2.9x	2.3x																		
Peňažný tok z finančných aktivít	-0.3	6.5	13.2	9.7	1.7	-9.0																									



Zdroj: Dáta spoločnosti, Bloomberg, WOOD výskum

Vysvetlivky: yield = výnos rhs = pravá strana

Investičný prípad

Začíname pokrývať spoločnosť GEVORKYAN s ratingom KÚPIŤ a cieľovou cenou (PT) na úrovni 12 miliónov CZK/akcia (37 % nárast). GEVORKYAN je európskym lídrom v oblasti výroby komponentov práškovou metalúrgiou. Špičkové strojové vybavenie a roky rozvíjané know-how umožňujú spoločnosti spoľahlivo vyrábať zložité súčiastky všetkých tvarov a veľkostí bez ďalšieho mechanického spracovania (bez odpadu). Vďaka dosiahnutým výsledkom v oblasti dokonalosti a spoľahlivosti sa zákazníci, z ktorých mnohí sú celosvetovo uznávanými značkami, často spoliehajú na spoločnosť GEVORKYAN ako na jediného dodávateľa konkrétneho komponentu. To znamená, že spoločnosť má nevybavené objednávky až do konca desaťročia a má jednu z najvyšších marží EBITDA v odvetví, ktorá v rokoch 2018 - 23 dosahuje v priemere približne 26 %.

Cenou za rekordné marže a mimoriadne dobrú viditeľnosť výnosov v strednodobom horizonte je relatívne vysoká náročnosť podnikania na prevádzkový kapitál: keďže výroby spoločnosti sú nevyhnutné a spoľahlivosť dodávok je rozhodujúca, spoločnosť GEVORKYAN musí mať v pohotovosti značné zásoby a náhradné diely. Spoločnosť v posledných rokoch tiež výrazne vynakladala výdavky, rozširovala svoje výrobné zariadenia na Slovensku a investovala do najmodernejších strojov. Tento cyklus kapitálových výdavkov sa končí v roku 2024E a domnievame sa, že spoločnosť GEVORKYAN by mala byť od roku 2025E v pozitívnom FCFE (voľný peňažný tok do firmy). To by jej malo umožniť začať znižovať zadlženosť do budúcnosti, a to z čistého dlhu k EBITDA na úrovni 3,4-násobku v roku 2023. Tento rodinný podnik pod vedením svojho zakladateľa a majoritného akcionára Artura Gevorkyana patrí podľa nášho názoru medzi najpôsobivejšie príbehy v Českej republike a na Slovensku za posledné desaťročia.

Toto nie je montážna linka. Prevádzky spoločnosti GEVORKYAN sú vysoko automatizované a jej približne 190 zamestnancov je vysoko kvalifikovaných. Spoločnosť je jediným dodávateľom pre veľký počet svojich zákazníkov. Spoločnosť GEVORKYAN ročne navrhne približne 150 nových komponentov pre svojich zákazníkov a pomáha im hľadať spôsoby, ako minimalizovať priame výrobné náklady, ako aj náklady a efektívnosť montáže do konečného výrobku. Vďaka svojim sofistikovaným výrobkom a diverzifikovanej klientskej základni má spoločnosť GEVORKYAN významnú cenovú silu. To sa prejavuje v jej maržiach, ktoré sú výrazne vyššie ako u väčšiny jej konkurentov, z ktorých mnohí vyrábajú pomerne jednoduchšie komponenty (napr. pre automobilový priemysel) s mnohými náhradami.

Diverzifikovaný predaj niektorým z najznámejších značiek na celom svete. Spoločnosť GEVORKYAN predáva svoje výrobky širokej škále výrobcov automobilov vrátane značiek Dacia, Mercedes, Porsche, Ferrari a Bentley. Okrem toho dodáva značkám Versace, Lacoste a Hugo Boss v oblasti značkovej kozmetiky, Black & Decker, Bosch, Siemens a DeWalt v oblasti ručného náradia a John Deere, Deutz a Komatsu v oblasti poľnohospodárskej techniky.

Americký sen. Pán Gevorkyan, ktorého otec bol jedným z priekopníkov práškovvej metalúrgie v Arménsku, prišiel na Slovensko v 90. rokoch po štúdiu leteckého inžinierstva na vojenskej akadémii v Charkove na Ukrajine. Pôvodne chcel odísť z krajín pod sovietskou sférou vplyvu, ale potom rozvinul jeden z najúspešnejších podnikov na Slovensku. Spoločnosť nevyplácala dividendy, keďže zakladateľ (ktorý podľa nášho názoru podnikaním žije a dýcha) reinvestoval výnosy do spoločnosti.

V rokoch 2023-26E očakávame 21 % EBITDA CAGR . Máme veľmi dobrý prehľad o strednodobých príjmoch, keďže zmluvy so zákazníkmi spoločnosti GEVORKYAN sa zvyčajne uzatvárajú na päť až sedem rokov. Po poslednom investičnom cykle by mala mať spoločnosť priestor na zvýšenie objemu ročne vyrábaných komponentov. Vedenie spoločnosti očakáva, že v roku 2024E dosiahnu tržby 94 mil. eur a EBITDA 28 mil. eur. Sme v súlade s odhadmi manažmentu v oblasti tržieb (z ktorých 85 % je už zazmluvnených), ale sme mierne konzervatívnejší v prípade EBITDA, kde očakávame 28 % maržu oproti odhadu 30 %. Z historického hľadiska rastie spoločnosť GEVORKYAN z hľadiska tržieb aj EBITDA rýchlejšie ako väčšina jej konkurentov (2018-22 priemerná EBITDA CAGR je 13 % pre jej konkurentov vs. 26 % pre GEVORKYAN). Do budúcnosti očakávame, že bude naďalej rásť rýchlejšie ako väčšina jej konkurentov a zároveň si udrží vyššie marže.

Podpísané dlhodobé zmluvy poskytujú veľmi dobrý prehľad o strednodobých výnosoch

EURm	2023E	2024E	2025E	2026E
Ropa a plyn	6	7	8	8
Stavebné technológie	4	4	5	5
Ručné náradie	7	8	9	10
Automobilový priemysel	14	14	15	15
Bezpečnostné systémy	7	9	10	11
Ložiská a prevodovky	10	12	14	15
Ostatné	26	24	27	31
Celkové zazmluvnené tržby	73	79	87	94
Celkové tržby (odhad WOOD)	77	94	108	122
zazmluvnené	95%	85%	81%	77%

Zdroj: = údaje spoločnosti (zazmluvnené výnosy k septembru 2023), výskum WOOD

Nachádzame sa v inflexnom bode FCFF, keď sa cyklus kapitálových výdavkov blíži ku koncu. V rokoch 2020-22 spoločnosť GEVORKYAN spotrebovala v priemere 8-9 miliónov EUR na FCFF ročne, keďže v roku 2020 začala investičný cyklus. Získala nové špičkové stroje a rozšírila svoju výrobnú kapacitu, aby uspokojila vysoký dopyt po svojich výrobkoch. Keďže investičný cyklus sa teraz blíži ku koncu, očakávame, že od roku 2025E bude spoločnosť GEVORKYAN využívať FCFF v kladných číslach. Očakávame, že v rokoch 2025 - 26E bude v priemere ročne generovať FCFF vo výške 11 mil. EUR. To znamená 4-5 % výnos FCFF na EV (hodnota podniku), čo je v súlade s úrovňami, ktoré dosahujú porovnateľné spoločnosti (medián 4-5 % spomedzi spoločností, ktoré sme skúmali).

Očakávame, že FCFF (voľný peňažný tok do firmy) sa v roku 2025E dostane do kladných čísel, keďže posledný cyklus kapitálových výdavkov sa chýli ku koncu.

(EURm)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	7	8	9	9	13	17	21
NOPAT	6	6	7	7	11	13	17
D&A	6	8	9	12	13	14	15
Capex	-12	-21	-27	-20	-17	-12	-13
Zmena v prevádzkovom kapitály	-1	-1	-4	-5	-9	-8	-6
FCFF	-2	-8	-15	-6	-2	8	14

Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Vysoké leverage je rizikovým faktorom, ale vysoké marže a pozitívny FCFF sú zmierňujúcimi faktormi.

Čistý dlh spoločnosti GEVORKYAN vo výške 3,4-násobku čistého dlhu k EBITDA je približne 1 - 2-násobne vyšší ako priemer, ktorý používajú konkurenti. Je to funkcia nedávneho cyklu kapitálových výdavkov, ktorý umožnil vyšší rast spoločnosti GEVORKYAN. Je to spôsobené aj relatívne vysokou náročnosťou podnikania na prevádzkový kapitál, keďže spoločnosť GEVORKYAN musí držať značný objem zásob, aby zabezpečila spoľahlivosť objednávok. To sa prejavuje vo vysokých maržiach. Do budúcnosti očakávame, že čistý dlh k EBITDA sa v rokoch 2024-25E zníži na 2-3x a v roku 2026E potenciálne klesne na úroveň pod 2x, a to vďaka 1) pozitívnemu FCFF od roku 2025E a 2) pokračujúcemu rastu výnosov, ktoré sú ponechávané, pričom v strednodobom horizonte sa neplánujú žiadne dividendy.

Zelená DNA. Pri výrobe práškových kovov vzniká menej odpadu ako pri iných procesoch, pretože výrobky si nevyžadujú ďalšie mechanické spracovanie. Využíva tiež približne o 15 % menej energie ako konvenčná metalurgia. Spoločnosť GEVORKYAN využíva na vykurovanie svojich výrobných zariadení v zime slnečnú energiu, ako aj teplo, ktoré produkujú stroje. Vyrába aj vlastný dusík a vodík, ktoré používa pri výrobe. Recykluje alebo opätovne využíva viac ako 90 % odpadu, ktorý vzniká pri výrobe.

Ocenenie. Podľa nášho odhadu na rok 2024 sa akcie obchodujú na úrovni 26,9x P/E (pomer ceny k výnosu) a EV/EBITDA na úrovni 9,3x. To predstavuje 46 % premiu na P/E a 11 % diskont na EV/EBITDA (pomer hodnoty podniku k zisku pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortizáciou v porovnaní s hodnotou podniku) s porovnateľnými spoločnosťami. Podľa našich odhadov očakávame, že EBITDA dosiahne v rokoch 2023 - 25E 23 % CAGR. Priemerná miera EBITDA CAGR v rokoch 2023 - 25E je u porovnateľných spoločností 13 %. Kľúčovou súčasťou nášho konštruktívneho pohľadu na akciu je naše očakávanie obratu v spoločnosti v oblasti FCFF. Za posledné tri roky spoločnosť dosahovala priemerný ročný objem FCFF vo výške 8-9 mil. eur, ale keďže sa dostáva von z cyklu kapitálových výdavkov, očakávame, že v rokoch 2025-26E bude v priemere generovať FCFF vo výške 11 mil. eur ročne. To znamená 4-5 % FCFF výnos na EV.

S rastom spoločnosti by sa mohla zlepšiť likvidita akcií. Už niekoľko rokov má spoločnosť podstatne viac objednávok, ako je schopná realizovať. Pán Gevorkyan uvažuje o rozšírení podnikania mimo závodu na Slovensku, prípadne o investícii do nového závodu v Mexiku alebo v USA. Keďže by si to pravdepodobne vyžiadalo navýšenie kapitálu, túto expanziu do našej prognózy nezahrňame. Ak by sa však úspešne zrealizovala, mohla by predstavovať zvýšenie našich prognóz a tiež zlepšiť likviditu akcií (aktuálna hodnota 3M ADTV je 18 tis. EUR).

Riziká. Riziko kľúčovej osoby pána Gevorkyana, zakladateľa, generálneho riaditeľa a majoritného akcionára; vyššie leverage ako u porovnateľných spoločností; riziko predraženej akvizície v USA alebo všeobecná neschopnosť realizovať podnikanie na rovnakej úrovni kvalita/marže, akú vidíme v slovenskom závode; tlak na marže; riziko krajiny, strata kľúčových zamestnancov; vykazovanie podľa slovenských účtovných štandardov; regulačné riziko; vojna na Ukrajine a kurzové riziko.

Katalyzátory. Akcie považujeme za kvalitnú a dlhodobú investíciu. Vďaka vysoko automatizovanej výrobe, dobrým výsledkom a dobrej viditeľnosti výnosov sme presvedčení, že spoločnosť bude pokračovať v ziskovom raste. V porovnaní so svojimi vysoko maržovými konkurentmi sa akcie obchodujú s výrazným (približne 50 %) diskontom na úrovni EV/EBITDA. Domnievame sa, že kľúčovým spúšťačom by bola expanzia v USA a/alebo Mexiku, ktorá by mohla zlepšiť likviditu akcií vzhľadom na pravdepodobný predpoklad navýšenia základného imania. V prípade úspechu by takáto expanzia mohla priniesť významné zvýšenie našej prognózy zisku. Domnievame sa, že trh by pozitívne reagoval aj na dividendy. Napriek tomu poznamenávame, že v blízkej budúcnosti spoločnosť neplánuje začať s distribúciou výnosov akcionárom. Pokiaľ manažment vidí možnosti reinvestovať hotovosť späť do podniku s atraktívnou mierou návratnosti, považovali by sme to za výhodnejšie z hľadiska dlhodobej hodnoty.

Prehľad o spoločnosti

GEVORKYAN je európskym lídrom v oblasti výroby komponentov práškovou metalúgiou.

Spoločnosť bola založená v roku 1996 vo Vlkanovej na Slovensku a je jednou z najinovatívnejších spoločností v oblasti práškovej metalúgie (PM). Má najmodernejšie oddelenie výskumu a vývoja a stala sa globálnym dodávateľom pre veľké nadnárodné spoločnosti na celom svete. Od konkurencie sa odlišuje integráciou sinteringu („klasické“ práškovej metalúgie), vstrekovania kovových práškov (MIM), izostatického lisovania za tepla (HIP) a aditívnej výroby (AM, alias 3D tlače) v rámci jedného závodu. Hlavnou výhodou práškovej metalúgie je, že konečný výrobok vzniká bez ďalšieho mechanického spracovania (t. j. bez odpadu).

Spoločnosť poskytuje služby viac ako 100 zákazníkom a distribuuje svoje produkty a riešenia do viac ako 30 krajín sveta. V súčasnosti vyrába približne 7 miliónov komponentov mesačne a vo svojom produktovom rade ponúka približne 3 000 rôznych typov komponentov. V súčasnosti aktívne využíva technológiu 3D tlače na výrobu plastových komponentov používaných v oddelení údržby, čím eliminuje prestoje strojov a skracuje časy dodania náhradných dielov.

Spoločnosť GEVORKYAN predáva svoje výrobky širokej škále výrobcov automobilov vrátane značiek Dacia, Mercedes, Porsche, Ferrari a Bentley. Dodáva tiež značkám Versace, Lacoste a Hugo Boss v oblasti značkovej kozmetiky, Black & Decker, Bosch, Siemens a DeWalt v oblasti ručného náradia, John Deere, Deutz a Komatsu v oblasti poľnohospodárskej techniky, ako aj pre ropný a zdravotnícky priemysel. Na základe vyhlásení vedenia spoločnosť neplánuje zmeniť svoju stratégiu diverzifikácie segmentov a jej interným cieľom je nemať viac ako 33 % podiel na žiadnom konkrétnom segmente. V oblasti práškovej metalúgie pôsobia jej konkurenti najmä v automobilovom priemysle s podielom na tržbách približne 60 %.

Zákaznícka základňa spoločnosti GEVORKYAN okrem iných spoločností:



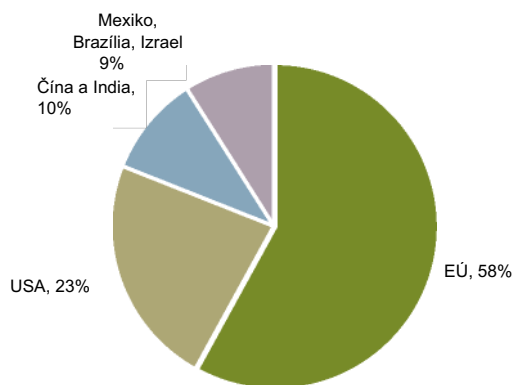
Source: Company data, WOOD Research

Na strane dodávateľov sú hlavnými zdrojmi kovových práškov pre spoločnosť najmä Švédsko, Nemecko a Spojené štáty. Spoločnosť má vlastnú továreň na výrobu nástrojov a foriem GPM Tools, ktorá je dcérskou spoločnosťou spoločnosti GEVORKYAN. Je to jediný podnik svojho druhu v strednej Európe. Spoločnosť nemá žiadnych zákazníkov v Rusku ani na Ukrajine a žiadne svoje dodávky nezáiskava ani z jednej z týchto krajín.

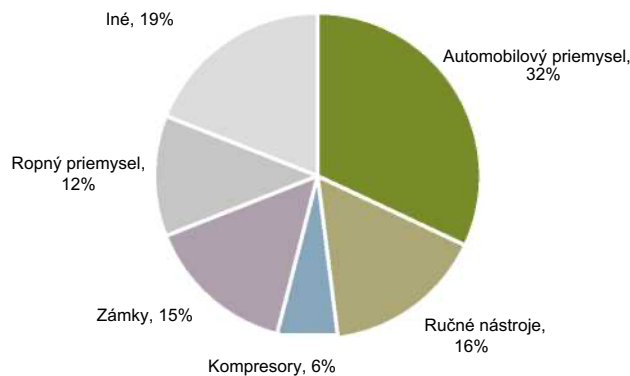
Kľúčovým trhom spoločnosti bola vždy Európska únia, kde spoločnosť GEVORKYAN v roku 2022 dosiahla približne 58 % svojho predaja. Spojené štáty predstavovali 23 % predaja v roku 2022, čo je takmer dvojnásobok oproti roku 2021, keď tento podiel predstavoval 12 %. Vedenie spoločnosti zvažuje rozšírenie podnikania prostredníctvom výstavby (alebo akvizície) novej továrne buď v Mexiku alebo v USA. To by mu mohlo pomôcť dostať sa bližšie ku koncovým zákazníkom a najmä v prípade obranného priemyslu by to mohlo pomôcť aj z regulačného hľadiska.

Konkurenčnou výhodou spoločnosti je široká diverzifikácia portfólia zákazníkov podľa odvetví. Predaj automobilovému priemyslu predstavuje približne 32 % celkových tržieb spoločnosti v roku 2022, nasleduje ručné náradie (16 %) a zámky a bezpečnostné systémy (15 %).

Rozdelenie tržieb podľa krajín (2022)



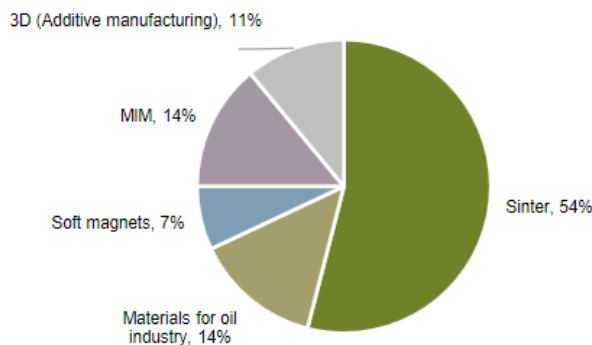
Tržby rozdelené podľa segmentov (2022)



Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Spoločnosť využíva všetky štyri výrobné procesy (Sintering, MIM (vstrekovanie kovových práškov), HIP (izostatické lisovanie za tepla) a AM (aditívna výroba)) v rámci jedného závodu. To z nej robí jedinečného hráča v odvetví, ktorý spája všetky štyri technológie. Na základe výročnej správy spoločnosti za rok 2022 predstavuje sintering 54 % tržieb za rok 2022. Očakávame, že MIM zvýši svoj podiel na tržbách vzhľadom na to, že v roku 2020 predstavoval MIM 10 % tržieb, zatiaľ čo v roku 2022 sa zvýšil na 14 %.

Rozdelenie tržieb podľa technológií (2022)



Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Vysvetlivky: Additive manufacturing = aditívna výroba; Soft magnets = mäkké magnety; Materials for oil industry = Materiály pre ropný priemysel

Spoločnosť má vlastné laboratórium a výskumný a vývojový tím. Ku koncu roka 2023 zamestnávala približne 190 zamestnancov a vlastnila 91 robotov. Výroba je vysoko automatizovaná aj v kontexte niektorých jej najrozvinutejších globálnych konkurentov. Vedenie spoločnosti sa domnieva, že napríklad v porovnateľných spoločnostiach v Japonsku pripadajú na jedného robota štyria pracovníci, zatiaľ čo v Nemecku v porovnateľných spoločnostiach pracuje na jedného robota približne sedem ľudí. V prípade spoločnosti GEVORKYAN sa tento pomer blíži k hodnote dvaja pracovníci na jedného robota.

Spoločnosť GEVORKYAN na základe zmluvy vyvíja ročne približne 150 nových komponentov pre svojich zákazníkov vo svojom oddelení výskumu a vývoja. V minulosti pracovalo v oddelení výskumu a vývoja približne 10 % zamestnancov. Z predaných objemov 33 % výrobkov nebolo nikdy vyrobených žiadnou inou technológiou.

Kľúčové míľniky

- ✓ 1996: Založenie súkromnej spoločnosti GEVORKYAN.
- ✓ 2003: Založenie vlastnej továrne na nástroje.
- ✓ 2010: Premiestnenie do novej výrobnéj haly.
- ✓ 2012: Zavedenie technológie MIM.
- ✓ 2015: Zavedenie technológie HIP a nového oddelenia automatizácie a robotizácie.
- ✓ 2015: Rozšírenie výrobnéj a skladovacej kapacity.
- ✓ 2017: Zriadenie nového oddelenia automatizácie a robotizácie.
- ✓ 2020: Spustenie novej výrobnéj linky AM

- ✓ 2021: Nové produkty pridané do portfólia, ako sú ochranné masky a respirátory v súvislosti s pandemiou C19.
- ✓ 2022: IPO, spoločnosť získala na trhu START pražskej burzy približne 27 miliónov EUR.
- ✓ 2022: Výstavba novej výrobnéj haly a rozšírenie jej výrobnéj kapacity.
- ✓ 2023: Kúpa pozemku (7 tis. m²) a troch budov na prípadné rozšírenie.
- ✓ 2023: Začiatok obchodovania na trhu PRIME Burzy cenných papierov Praha.
- ✓ 2024: Duálne kótovanie na Burze cenných papierov v Bratislave.

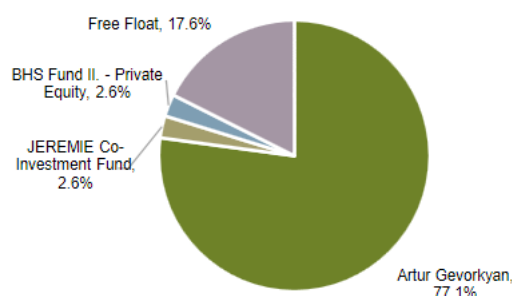
Štruktúra vlastníctva

V júni 2022 spoločnosť získala v rámci IPO približne 27 miliónov EUR a jej akcie sa začali obchodovať na trhu START pražskej burzy. V decembri 2023 sa spoločnosť presunula na trh PRIME, kde sa obchoduje po boku spoločností ČEZ, MONET, KB. Vo februári 2024 sa akcie spoločnosti GEVORKYAN začali obchodovať na Burze cenných papierov v Bratislave a to formou duálneho kótovania. V obehu je približne 16,7 mil. akcií.

K 2. aprílu sa akcie obchodovali s trhovou hodnotou 167 miliónov EUR (4,2 miliardy CZK). Pri použití predbežného čistého dlhu na konci roka 2023 to znamená EV (hodnota podniku) vo výške 238 mil. (neexistujú žiadne menšinové podiely). Od presunu na trh PRIME zaznamenali akcie 3M ADTV (priemerný denný objem obchodov) vo výške 18 tis EUR.

Majoritným akcionárom a zakladateľom spoločnosti je Artur Gevorkyan, ktorý vlastní 77,1 % akcií. BHS Fund II. a JEREMIE Co-Investment Fund (fondy súkromného kapitálu) vlastní po 2,6 % akcií. Zvyšných 17,6 % je vo voľnom obehu.

Štruktúra akcionárov



Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

OCHRANA ŽIVOTNÉHO PROSTREDIA

Spoločnosť sa už v minulosti snažila znížiť vplyv svojej činnosti na životné prostredie (nové výrobné technológie, vlastný generátor dusíka a vodíka, fotovoltaické panely na výrobu vlastnej elektrickej energie). Hoci sa spoločnosť rozrástla na takmer 200 zamestnancov (190 na konci roka 2023), pri našej návšteve závodu sme mali dojem, že ide stále o rodinný podnik, kde vrcholový manažment pozná ľudí osobne a skutočne sa snaží starať o ich blaho, pričom v prípade potreby ponúka pomoc a výhody, ktoré idú ďaleko nad rámec povinnej úrovne.

Všetky rozhodnutia prijíma Artur Gevorkyan, generálny riaditeľ, zakladateľ a majoritný akcionár. Máme dojem, že žije a dýcha podnikom a naďalej sa podieľa na jeho každodennom riadení. Ako v prípade každého rodinného podniku, ktorý bol od základov vybudovaný silným a odhodlaným lídrom, nástupníctvo a odovzdávanie kontroly môže byť napokon náročný proces.

Spoločnosť získala množstvo ocenení, napríklad European Business Award (spoločnosť sa dostala do finále) a spoločnosť Deloitte ju vyhlásila za najlepšie riadenú spoločnosť na Slovensku v roku 2023.

Životné prostredie

Využívanie zdrojov. Spoločnosť GEVORKYAN sa snaží využívať ekologickú energiu. Investovala do solárnych elektrární, ktoré zabezpečujú dostatok energie pre časť jej výroby. Okrem toho už vo veľkej miere využíva zelenú energiu, a to vlastnou výrobou dusíka a vodíka na podnikové účely. Prášková metalurgia je energeticky efektívnejšia, pretože spotrebuje približne o 15 % menej vstupnej energie ako konvenčná metalurgia na výrobok.

Odpadové hospodárstvo. Spoločnosť GEVORKYAN recykluje alebo opätovne využíva viac ako 90 % svojho odpadu, čím znižuje negatívny vplyv na životné prostredie. V porovnaní s konvenčnou metalúgiou je to jednoduchšie, pretože chybný výrobok sa môže lisovať späť na prášok, ktorý sa môže znovu použiť. Spoločnosť GEVORKYAN aktívne pracuje na zlepšení efektívneho využívania prírodných zdrojov a zároveň opätovne využíva teplo z výrobného procesu na vykurovanie priestorov spoločnosti počas zimy. Rovnakým spôsobom by sa mali čoskoro vykurovať aj kancelárie.

Generátor dusíka a vodíka vo vlastníctve spoločnosti



Zdroj: = údaje spoločnosti

Sociálna politika

Pracovné sily. Pracovné sily sú zastúpené vysoko vzdelanými ľuďmi zo Slovenska, ale aj ľuďmi, ktorí pochádzajú z východoeurópskych krajín, ako je Ukrajina, Bielorusko a dokonca aj Arménsko. V roku 2017 boli rekvifikovaní a preškolení, pretože spoločnosť sa potrebovala stať konkurencieschopnejšou. V oddelení výskumu a vývoja je od konca roka 2023 19 inžinierov, čo predstavuje 10 % zamestnancov.

Zdravie a bezpečnosť a benefity. Spoločnosť GEVORKYAN ponúka svojim zamestnancom bezúročné pôžičky a dni dovolenky navyše, aby udržala vysokú spokojnosť zamestnancov. Poskytuje tiež plán na elimináciu rizík vo vnútri spoločnosti a vďaka tomu, že má k dispozícii stupnicu rizík, vedenie vie, ktoré riziká má uprednostniť. Vo výrobnom oddelení sú pridelení zástupcovia zamestnancov pre bezpečnosť, ktorí pôsobia ako most medzi vedením a výrobou pre sociálne zabezpečenie. Spoločnosť GEVORKYAN poskytuje svojim zamestnancom potrebné bezpečnostné vybavenie vo výrobných priestoroch, pričom na viditeľných miestach je k dispozícii vybavenie na poskytovanie prvej pomoci a aspoň jedna osoba musí byť vždy spôsobilá na poskytovanie prvej pomoci.

Komunita. Kultúra rodinného podniku umožňuje ľuďom nájsť v ťažkých životných situáciách nielen finančnú, ale aj morálnu podporu. Voľnočasové aktivity, ako sú športové dni, tradičné splavovanie rieky Hron a návštevy útulkov či detských domovov, pomáhajú upevňovať kolektív spoločnosti. Spoločnosť GEVORKYAN získala v súťaži Via Bona Slovakia ocenenie „Skvelý zamestnávateľ“ a od poisťovne Union ocenenie „Zdravá firma roka“.

Zodpovednosť za výroby. V súlade s normou ISO 16949 spoločnosť GEVORKYAN zaručuje svojim zákazníkom v automobilovom priemysle kvalitu svojich výrobkov. Zákazníci tak majú istotu, že práca je vykonávaná etickým spôsobom a že sa spoločnosť snaží o inovácie.

Vedenie spoločnosti

Správna rada

Artur Gevorkyan, zakladateľ, generálny riaditeľ a majoritný akcionár (77,1 % akcií), je predsedom a jediným členom predstavenstva. Predsedom je od mája 2022, keď spoločnosť zmenila svoju právnu formu zo spoločnosti s ručením obmedzeným na akciovú spoločnosť. Pred založením spoločnosti GEVORKYAN

v roku 1996 bol generálnym riaditeľom prvej súkromnej spoločnosti práškovej metalurgie na Ukrajine, Bumerang. Študoval na Národnej leteckej a vesmírnej univerzite v Charkove, kde získal červený diplom v oblasti konštrukcie lietadiel.

Manažerský tím

Andrej Bátovský (finančný riaditeľ) je finančným riaditeľom spoločnosti od roku 2020. Predtým pôsobil v spoločnosti na rôznych pozíciách, napríklad ako plánovač výroby, vo finančnom, obchodnom a účtovnom oddelení. V roku 2017 prešiel do vedenia oddelenia. Vyštudoval Ekonomickú fakultu Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici.

Robert Gevorkyan (manažér kontroly kvality) je synom zakladateľa spoločnosti Artura Gevorkyana. Pracoval v celom výrobnom procese, od miešania materiálov, lisovania a sinteringu až po balenie. Následne v roku 2014 začal pracovať v administratíve ako pracovník pre obstarávanie a neskôr ako manažér logistiky. V súčasnosti pracuje ako manažér kontroly kvality a zodpovedá za kvalitu vyrábaných komponentov.

Denisa Riečanová (kontrola výroby) je vedúcou kontroly výroby v spoločnosti. V spoločnosti GEVORKYAN začala pracovať v roku 2005 ako operátorka pece, potom sa stala operátorkou zhutňovacieho stroja a následne postúpila na pozíciu vedúcej prevádzky pece. V súčasnosti pracuje ako manažérka riadenia výroby, pričom využíva svoje 19-ročné skúsenosti v oblasti výroby práškovej metalurgie.

Očakávame, že EBITDA dosiahne 21% CAGR v rokoch 2023-26E

Vďaka jedinečnej hodnote, ktorú spoločnosť GEVORKYAN prináša svojim zákazníkom a kapitálovým výdavkom, ktoré reinvestuje do podnikania, dosahuje marže výrazne vyššie ako jej konkurenti. V rokoch 2018 - 22 tiež zvyšovala svoju EBITDA približne dvojnásobným tempom než jej konkurenti (26 % oproti 13 %). Vďaka dlhodobým zmluvám máme veľmi dobrý prehľad o jej strednodobých výnosoch. Aj keď sme o niečo konzervatívnejší ako manažment, stále očakávame 21 % EBITDA CAGR v rokoch 2023-26E.

V rokoch 2018-22 zaznamenala EBITDA spoločnosti GEVORKYAN 26 % CAGR, a to vďaka kombinácii vyššej produkcie a zlepšujúcich sa marží. Na základe predbežných neauditovaných výsledkov sa jej podarilo zvýšiť maržu EBITDA z 19 % v roku 2018 na 31 % v roku 2022 a 27 % v roku 2023. Je jednou z najziskovnejších spoločností v rámci odvetvia: v našej skupine porovnateľných spoločností dosahuje marža EBITDA v priemere 16 % a iba dve spoločnosti, AMETEK a IDEX Corp, dosahujú vyššiu maržu ako spoločnosť GEVORKYAN.

Spoločnosť určuje ceny, pretože je jediným dodávateľom pre väčšinu svojich zákazníkov. To jej umožňuje preniesť akékoľvek zvýšenie vstupných nákladov priamo na svojich zákazníkov. Domnievame sa, že k dobrej ziskovosti prispieva aj diverzifikácia portfólia spoločnosti a jej sofistikovaná ponuka výrobkov. Väčšina jej konkurentov má jednoduché montážne linky, ktoré vyrábajú komponenty pre automobilový priemysel (v priemere 60 % tržieb porovnateľných spoločností). Pre tieto výrobky existuje mnoho náhrad a celkovo sú v automobilovom sektore nižšie marže. Vďaka lepšej diverzifikácii svojho portfólia výrobkov, kde automobilový priemysel predstavuje len 32 % jej tržieb, je spoločnosť GEVORKYAN schopná dosahovať vyššie marže v porovnaní so svojimi konkurentmi.

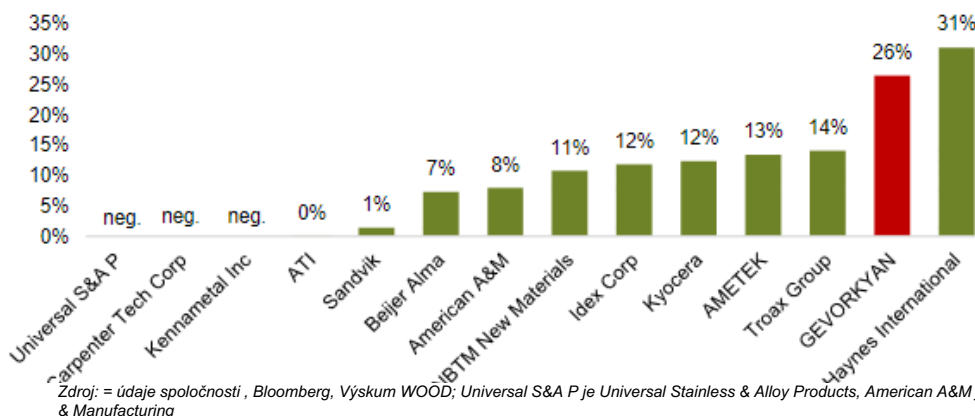
Cena, ktorú musí spoločnosť GEVORKYAN zaplatiť za svoje vysoké marže, je (doteraz) pomerne vysoká kapitálová náročnosť podniku, pričom sa výrazne investuje do robotiky a špičkových strojov. Spoločnosť tiež musí mať na sklade vysoké zásoby náhradných dielov, pretože mnohí jej zákazníci nemajú žiadnu náhradu za komponenty, ktoré GEVORKYAN dodáva, a preto je spoľahlivosť nevyhnutná.

GEVORKYAN má jednu z najvyšších marží EBITDA spomedzi svojich konkurentov

Marža EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	5 r.priemer
AMETEK	26%	28%	29%	30%	31%	29%
IDEX Corp	26%	27%	27%	28%	28%	27%
GEVORKYAN	19%	24%	26%	28%	31%	26%
Troax Group	22%	23%	23%	25%	22%	23%
Sandvik	23%	18%	19%	25%	22%	21%
Beijer Alma	17%	18%	18%	20%	18%	18%
NBTM New Materials	23%	25%	15%	13%	16%	18%
Kennametal Inc	17%	19%	9%	14%	18%	15%
Kyocera	11%	10%	12%	12%	15%	12%
American Axle & Manufacturing	9%	4%	3%	16%	13%	9%
Haynes International	6%	8%	6%	4%	15%	8%
Carpenter Technology Corp	14%	15%	8%	-8%	6%	7%
Universal Stainless & Alloy Products	14%	11%	-2%	5%	6%	7%
ATI	13%	13%	-38%	11%	12%	2%

Zdroj: = údaje spoločnosti, Bloomberg, Výskum WOOD

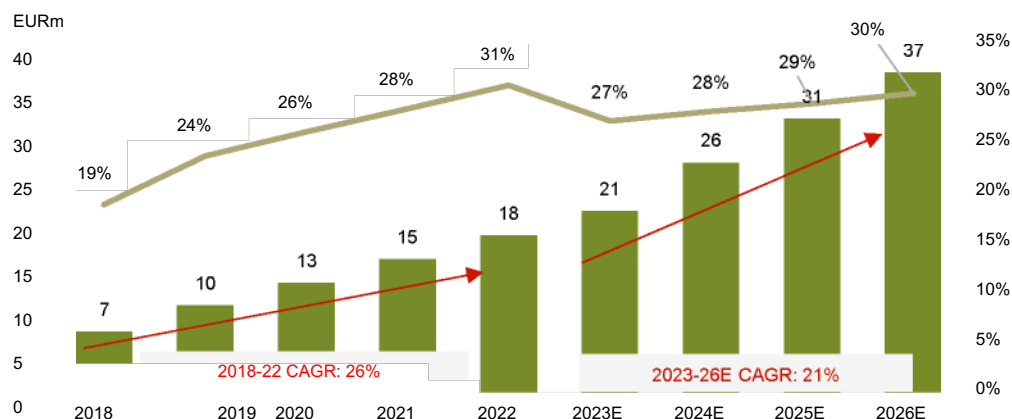
GEVORKYAN vykázal rast EBITDA na úrovni 26 % CAGR v rokoch 2018-22



V roku 2026E očakávame, že GEVORKYAN dosiahne EBITDA vo výške 37 mil. EUR (30 % EBITDA marža), čo je viac ako 21 mil. EUR v roku 2023. V našej prognóze očakávame, že rast EBITDA bude v budúcnosti o niečo nižší, s 21 % CAGR v rokoch 2023-26E oproti 26 % CAGR v rokoch 2018-22. Pokiaľ ide o maržu EBITDA v rokoch 2024-26E, sme konzervatívnejší ako prognóza spoločnosti. Spoločnosť GEVORKYAN očakáva, že v rokoch 2024E dosiahne EBITDA marža 30 % a v rokoch 2025-26E približne 31 -32 %. Naša prognóza počíta s 28 %, 29 % a 30 % v rokoch 2024E, 2025E a 2026E.

Poznamenávame, že spoločnosť v posledných troch rokoch výrazne investovala do automatizácie a robotizácie a v nasledujúcich rokoch by mohla profitovať z úspor vyplývajúcich z rozsahu činnosti. Ak dosiahne očakávanú prevádzkovú ziskovosť, vytvorí sa tým zvýšenie našej prognózy.

Vývoj EBITDA: očakávame rast EBITDA o 21 % v rokoch 2023-26E



Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Dlhodobé zmluvy zabezpečujú lepšiu viditeľnosť hornej línie do budúcnosti

V rokoch 2018-22 zaznamenala spoločnosť GEVORKYAN 12 % tržieb CAGR. Tento vývoj bol spôsobený objemami, keďže spoločnosť výrazne investovala do technológií a automatizácie procesov s cieľom rozšíriť svoju výrobnú kapacitu. Pomocou svojich technológií zvýšila efektívnosť svojich výrobných procesov. V marci 2024 GEVORKYAN oznámila predbežné tržby za rok 2023 vo výške 77 mil. eur oproti 59 mil. eur v roku 2022 (+30 % medziročne). Spoločnosť GEVORKYAN má veľké množstvo nevybavených objednávok, ktoré sa budú realizovať až do konca desaťročia. Približne 95 % jej predbežných tržieb na rok 2023 pochádzalo z podpísaných zmlúv. Zvyčajne podpisuje zmluvy na päť až sedem rokov a tak dokáže odhadnúť kapacitu, ktorú potrebuje na výrobu zmluvných objemov do budúcnosti.

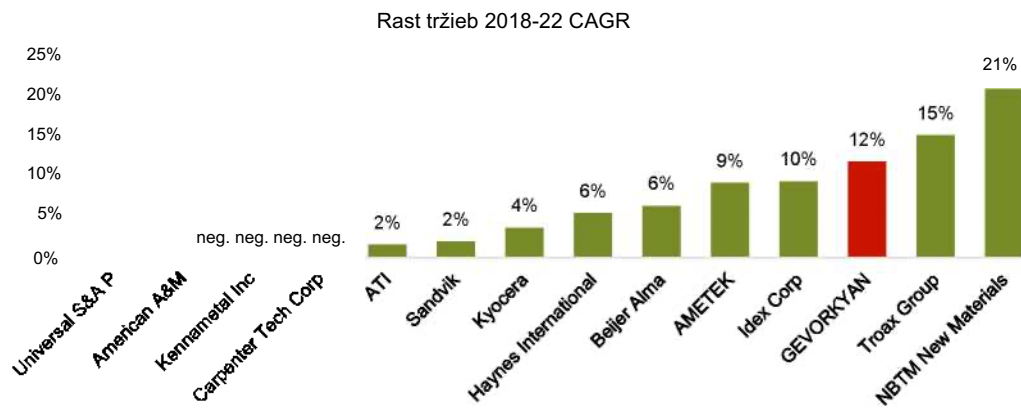
Podpísané dlhodobé zmluvy poskytujú významný prehľad o strednodobých príjmoch

EURm	2023E	2024E	2025E	2026E
Ropa a plyn	6	7	8	8
Automatizované technológie manipulácie	2	2	2	3
Stavebné technológie	4	4	5	5
Ručné náradie	7	8	9	10
Kozmetika a móda	3	3	4	4
Automobilový priemysel	14	14	15	15
Poľnohospodárstvo	2	2	2	3
Bezpečnostné systémy	7	9	10	11
Ložiská a prevodovky	10	12	14	15
Ostatné	20	17	18	21
Celkové zmluvné príjmy	73	79	87	94
Príjmy spolu (odhad WOOD)	77	94	108	122
zazmluvnené	95%	85%	81%	77%

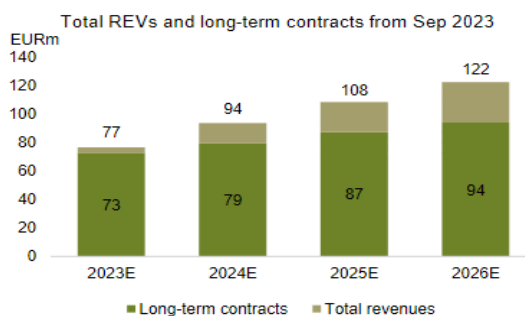
Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Podľa poradenskej spoločnosti Grand View Research sa očakáva, že globálny trh s práškovou metalúrgiou zaznamenaná v rokoch 2023-30E približne 13 % CAGR. Očakávame, že spoločnosť Gevorkyan v období 2023-26E zvýši svoje príjmy o 17 % CAGR. Väčšia časť príjmov už bola zazmluvnená a očakávame, že spoločnosť by mohla mať prevádzkovú kapacitu na podpísanie ďalších zmlúv, aby v roku 2026E dosiahla tržby vo výške 122 mil. z tržieb vo výške 122 mil. EUR je už viac ako 75 % zazmluvnených. Modelujeme rast najvyšších tržieb v súlade s výhľadom spoločnosti do roku 2026E. Od IPO spoločnosť GEVORKYAN poskytovala spravodlivé usmernenia, možno s malým konzervatívnym sklonom: od IPO vždy prekročila usmernenia, ktoré poskytla, zvyčajne o nízke jednociferné percentuálne body.

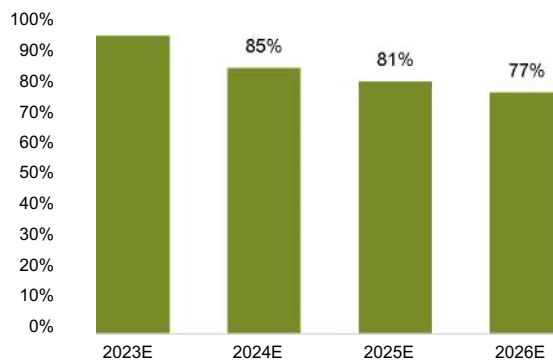
Očakávame, že tržby v rokoch 2023-26E porastú o 17 %.



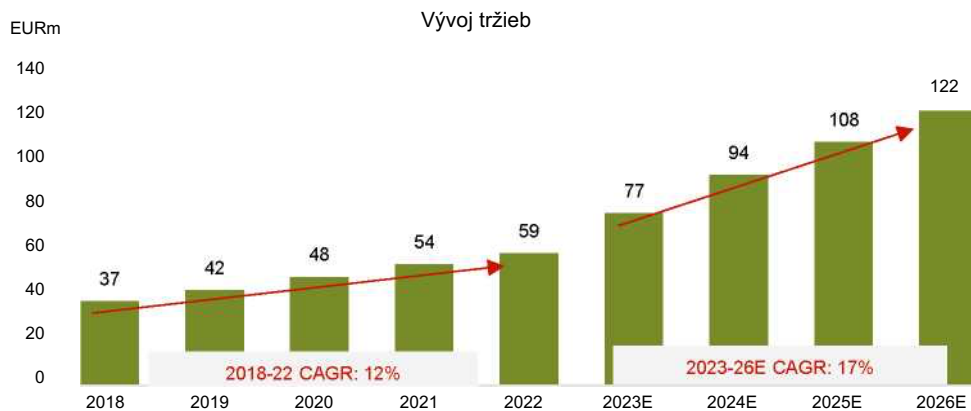
Celkové tržby a dlhodobé zmluvy od septembra 2023



Dlhodobé zmluvy ako % príjmov



Vysvetlivky: Long-term contracts = Dlhodobé zmluvy ; Total revenues = Celkové tržby



Zdroj: = údaje spoločnosti , Bloomberg, Výskum WOOD; Universal S&AP je Universal Stainless & Alloy Products, American A&M je American Axle & Manufacturing

Inflexný bod FCFF, pričom cyklus kapitálových výdavkov sa končí v roku 2024E

V rokoch 2020 až 2022 spoločnosť GEVORKYAN priemerne spotrebovala 8 až 9 miliónov EUR ročne v rámci FCFF. V roku 2020 spoločnosť začala investičný cyklus, prostredníctvom ktorého si zaobstarala nové špičkové stroje a rozšírila svoju výrobnú kapacitu, aby uspokojila vysoký dopyt po svojich výrobkoch. Keďže cyklus kapitálových výdavkov sa teraz blíži ku koncu, očakávame, že spoločnosť GEVORKYAN bude od roku 2025E vykazovať kladný FCFF.

GEVORKYAN investoval v rokoch 2020-22 ročne približne 20 miliónov EUR do kapitálových výdavkov (v priemere 36 % tržieb). Zmena v pracovnom kapitáli bola počas rokov 2020-22 záporná, v priemere na úrovni 2 mil. Podľa spoločnosti by hodnota zásob mala v nasledujúcom roku predstavovať aspoň 30 % tržieb. Spoločnosť je jediným dodávateľom pre väčšinu svojich zákazníkov a potrebuje udržiavať vysokú úroveň zásob náhradných dielov na sklade, aby bola aj naďalej spoľahlivým dodávateľom pre svojich zákazníkov..

Očakávame, že FCFF sa zmení v roku 2025E na kladný

(EURm)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Zisk pred úrokmi a daňami	7	8	9	9	13	17	21
Čistý prevádzkový zisk po zdanení	6	6	7	7	11	13	17
Odpisy a amortizácia	6	8	9	12	13	14	15
Kapitálové výdavky	-12	-21	-27	-20	-17	-12	-13
Zmena v prevádzkovom kapitále	-1	-1	-4	-5	-9	-8	-6
FCFF	-2	-8	-15	-6	-2	8	14

Ždroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

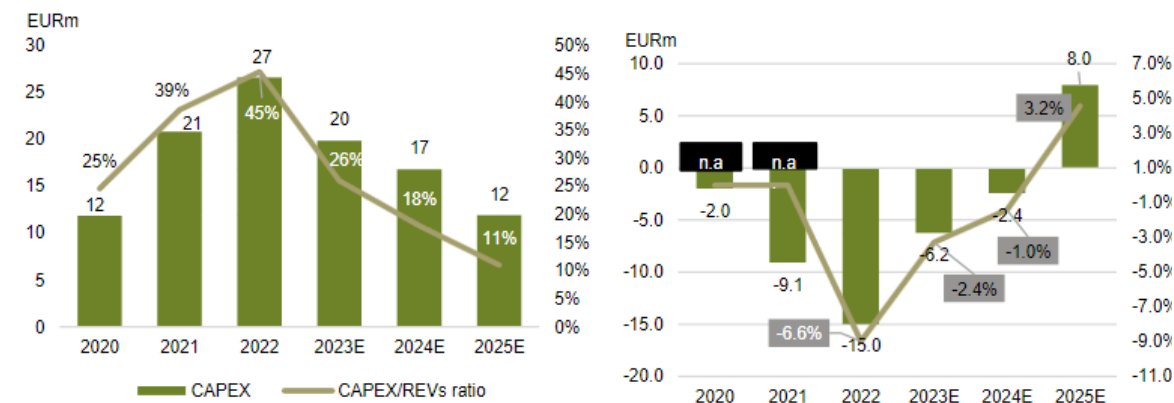
Keďže spoločnosť sa rokoch 2024E dostane von z cyklu kapitálových výdavkov, očakávame, že v rokoch 2025-26E bude v priemere ročne generovať 11 mil. FCFF. To znamená 4-5 % výnos FCFF na hodnotu podniku, čo je v súlade s úrovňou, ktorú dosahujú jej konkurenti: spomedzi spoločností, ktoré sme skúmali, vidíme medián na úrovni 4-5 %.

V roku 2024E by sa mohli vynaložiť kapitálové výdavky vo výške 17 miliónov EUR (18 % tržieb) a v roku 2025E vo výške 12 miliónov EUR (11 % tržieb). Predpokladáme, že zmena pracovného kapitálu bude negatívna z dôvodu vyššej hodnoty zásob, čo je spôsobené vyšším rastom tržieb v rokoch 2023-26E (17 % CAGR) oproti rokom 2020-22 (10 % CAGR). Tento rast bol umožnený nedávnymi investíciami vloženými do podnikania, čo spoločnosti GEVORKYAN umožňuje odmietnuť menej objednávok.

Odhadujeme, že od roku 2025E by spoločnosť mala byť schopná financovať svoje kapitálové výdavky a prevádzkový kapitál z prevádzkového peňažného toku. Mala by ťažiť zo zmlúv s vysokou maržou a rastových vyhliadok, do ktorých investovala v posledných troch rokoch. Po ukončení investičného cyklu by mala byť schopná vytvárať zvyšujúcu sa hotovosť a mala by sa stať sebestačnou, bez potreby externého kapitálu na financovanie svojich bežných činností.

Poznamenávame, že by mohla investovať do transatlantických operácií, čo by mohlo predĺžiť investičný cyklus. To by zase mohlo znamenať, že zostane v záporných hodnotách FCFF dlhšie, ako očakávame v našej prognóze. Vzhľadom na obmedzený prehľad o pravdepodobnosti a načasovaní takéhoto kroku ho do našej prognózy nezahŕňame.

Cyklus kapitálových výdavkov by sa mal skončiť v roku 2024E Inflexný bod FCFF (FCFF, lhs; výnos FCFF, rhs)



Zdroj: Údaje spoločnosti, WOOD Research

Kapitálová štruktúra: čistý dlh/EBITDA 3,4x v roku 2023E, čo je viac ako u konkurentov

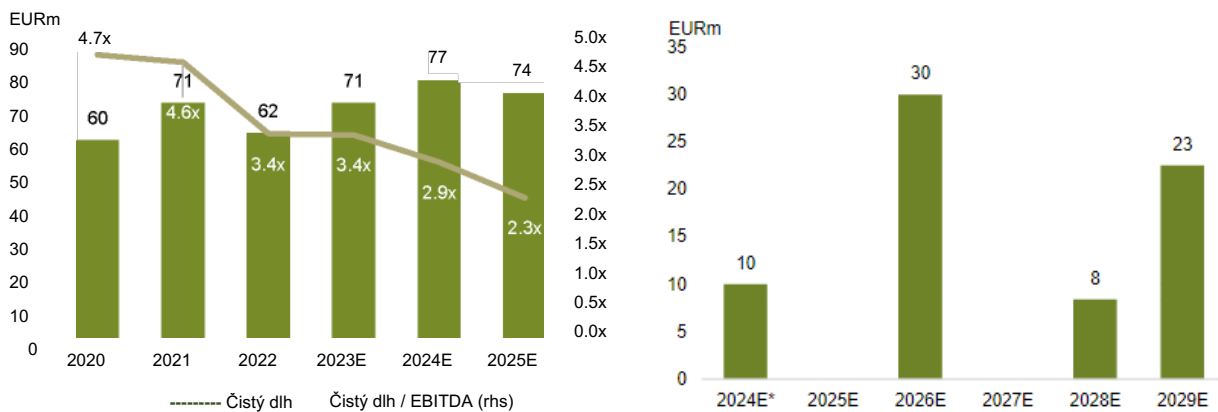
Spoločnosť GEVORKYAN financovala svoju expanziu a nedávny cyklus kapitálových výdavkov prevažne prostredníctvom nového dlhu. Pri súčasnom pomere čistého dlhu k EBITDA 3,4-násobku je jeho leverage približne 1 - 2-násobne vyššia ako priemer jeho konkurentov. V našej prognóze očakávame, že spoločnosť sa od roku 2025E dostane do kladných hodnôt FCFF. Spolu s rastúcimi výnosmi očakávame, že to zníži leverage na 2-3x v rokoch 2024-25E a prípadne pod 2x do roku 2026E.

Na základe predbežných výsledkov ku koncu roka 2023 predstavoval čistý dlh spoločnosti 71 miliónov EUR, čo znamená 3,4-násobný čistý dlh k EBITDA ku koncu roka 2023. V rokoch 2020-21 bol čistý dlh k EBITDA približne 4 - 5-násobný, zatiaľ čo v rokoch 2022-23 klesol vďaka rastu výnosov (EBITDA) a príjmov z IPO vo výške 27 mil EUR. Do budúcnosti očakávame, že spoločnosť sa v roku 2025E dostane do kladných hodnôt FCFF, pričom v rokoch 2023-26E dosiahne EBITDA CAGR 21 %. Domnievame sa, že následne by mala pokryť svoje požiadavky na kapitálové výdavky z prevádzkového peňažného toku, a teda by nemala mať potrebu navýšiť ďalší dlh. Na základe našej prognózy odhadujeme, že čistý dlh k EBITDA by mal klesnúť a v roku 2025E by mohol dosiahnuť hodnotu 2,3x.

Spoločnosť GEVORKYAN financuje svoju činnosť prostredníctvom dlhopisov, úverov a lízingu. Ku koncu roka 2022 tvorili 76 % jej celkového dlhu dlhopisy, nasledovali úvery (12 %) a lízingové záväzky (12 %). Ku koncu roka 2022 bola hotovosť v súvahe spoločnosti na úrovni 2,7 mil. Bez lízingových záväzkov má 87 % jej dlhu pevnú úrokovú sadzbu (všetky dlhopisy), zatiaľ čo všetky bankové úvery (13 % dlhu mimo lízingových záväzkov) majú pohyblivú sadzbu 3M EURIBOR plus marža.

Zadlženosť

Splatnosť dlhopisov



Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD; * v marci 2024, spoločnosť refinancovala dlhopis vo výške 10 miliónov EUR novým zeleným dlhopisom vydaným v marci 2024 so splatnosťou v roku 2029E

V marci 2024 spoločnosť vydala zelené dlhopisy a v prvej tranži získala 22,5 milióna EUR. Zelený dlhopis sa v súčasnosti obchoduje s 5,5 % YTM (výnos do splatnosti). V druhej tranži by sa mohlo získať ďalších 7,5 mil. EUR, ale nemáme o tom podrobné informácie, a preto ich do našej prognózy nezahŕňame. Z výnosov vo výške 22,5 mil. eur spoločnosť GEVORKYAN refinancovala svoje dlhopisy v hodnote 10 mil. EUR so splatnosťou vo februári 2024. Ďalších 12,5 mil. EUR by sa malo použiť na výstavbu novej výrobnéj haly a na nové strojné zariadenia v PM a MIM. Zelený dlhopis je 5-ročný dlhopis so splatnosťou v roku 2029E a vypláca kupón vo výške 7,11 % ročne.

V roku 2026E je splatný dlhopis vo výške 30 miliónov EUR s ročným kupónom 4,5 % splatným v decembri. Podľa nášho názoru by spoločnosť mala tento dlhopis refinancovať. Nemáme k dispozícii žiadne podrobnosti o potenciálnej sume, ale v súčasnom úverovom prostredí existuje možnosť, že náklady na dlhopis môžu byť vyššie.

Prehľad dlhopisov GEVORKYAN

Dlhopis	Mena	Nominálna hodnota (m)	Kupón	Splatnosť
GEVORKYAN 4.5/2026	EUR	30	4.50%	2026
GEVORKYAN 8.5/2028	CZK	205	8.50%	2028
GEVORKYAN 7.1/2029	EUR	23	7.11%	2029

Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

V roku 2022 spoločnosť zaplatila úrokové náklady vo výške cca 3 mil. Na rok 2022 sme vypočítali jednoduchú priemernú úrokovú sadzbu vo výške cca 4,9 %. V marci 2024 vydala spoločnosť nový zelený dlhopis s ročným kupónom 7,11 %, preto sa domnievame, že zmiešaná priemerná úroková sadzba bude v nasledujúcich rokoch vyššia, na úrovni 6 %.

Leverage spoločnosti GEVORKYAN je 1-2x vyššia ako u jej konkurentov, čo je spôsobené nedávnym intenzívnym investičným cyklom. Na druhej strane, jeho konkurenti dodávajú najmä do automobilového segmentu a majú jednoduché montážne linky. V rokoch 2020 - 22 vynaložili porovnateľné spoločnosti na kapitálové výdavky približne 5 % tržieb v porovnaní s 36 % spoločnosti GEVORKYAN. Napriek tomu sa domnievame, že vyššia leverage spoločnosti GEVORKYAN odblokovala nový rastový potenciál spoločnosti.

GEVORKYAN má približne 1-2x vyššiu leverage v porovnaní so svojimi konkurentmi

Spoločnosť	Čistý dlh/EBITDA		
	2023E	2024E	2025E
AMETEK	1.5	0.8	0.4
Sandvik	1.4	1.1	0.7
ATI	2.5	1.9	1.2
Carpenter Technology Corp	1.6	0.8	n.a.
Kennametal Inc	2.1	1.6	1.3
NBTM New Materials	n.a.	n.a.	n.a.
American Axle & Manufacturing	3.6	2.8	2.4
Kyocera	-0.8	-0.8	-0.8
Haynes International	0.0	-0.1	n.a.
Universal Stainless & Alloy Products	2.5	1.3	0.6
Beijer Alma	1.8	1.3	0.9
Trox Group	1.1	0.7	0.3
Ilex Corp	1.0	0.6	0.3
Medián	1.6	1.0	0.6
Priemer	1.5	1.0	0.7
Gevorkyan	3.4	2.9	2.3
Prémia k mediánu	116%	207%	268%
Prémia k priemeru	124%	194%	214%

Zdroj: Bloomberg, Výskum WOOD

27 miliónov EUR získaných pri vstupe na burzu v Prahe

V júni 2022 získala spoločnosť v rámci IPO na pražskom trhu START približne 27 miliónov EUR. Výnosy z IPO boli investované do rozšírenia jej výrobných zariadení. Ku koncu roka 2023 bola EV (hodnota podniku) 261 mil. EUR. Trhová kapitalizácia predstavovala 190 mil. EUR (73 % EV) a čistý dlh ku koncu roka 2023 bol 71 mil. EUR (27 % EV), na základe predbežných výsledkov za rok 2023.

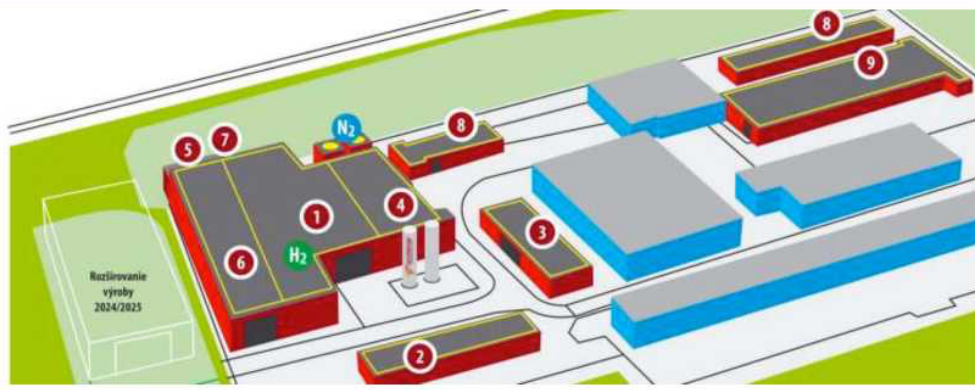
Rozširovanie kapacít na Slovensku (a v USA?) s cieľom uspokojiť nadmerný dopyt

Spoločnosť GEVORKYAN už niekoľko rokov dostáva podstatne viac objednávok, ako je schopná realizovať. Očakávame, že v roku 2024E rozšíri výrobnú kapacitu svojho závodu na Slovensku. Vedenie spoločnosti tiež zvažuje spustenie výrobných liniek v USA a/alebo Mexiku. Očakávame, že druhá možnosť si vyžiada navýšenie vlastného kapitálu. Vzhľadom na obmedzený prehľad o pravdepodobnosti a načasovaní takéhoto kroku ho do našej prognózy nezahŕňame. Úspešná transatlantická expanzia by mohla priniesť významné pozitíva, pretože by priblížila spoločnosť k jej zákazníkom v USA, skrátila čas prepravy a v prípade obranných komponentov by pomohla z regulačného hľadiska.

Očakávame, že GEVORKYAN rozšíri svoje slovenské výrobné kapacity

Spoločnosť GEVORKYAN má stále priestor na rozšírenie svojich výrobných zariadení na Slovensku. Očakávame, že v roku 2024E postaví novú výrobnú halu vedľa stojaceho závodu. Predpokladané kapitálové výdavky na takúto halu predstavujú 3,8 mil. EUR, pričom výstavba bude financovaná zo zelených dlhopisov, ktoré boli vydané v marci 2024. Spoločnosť by chcela začať s výstavbou v lete 2024E a očakáva, že prevádzku začne v lete 2025E.

Spoločnosť má dostatok priestoru na výstavbu novej výrobnéj haly v roku 2024E

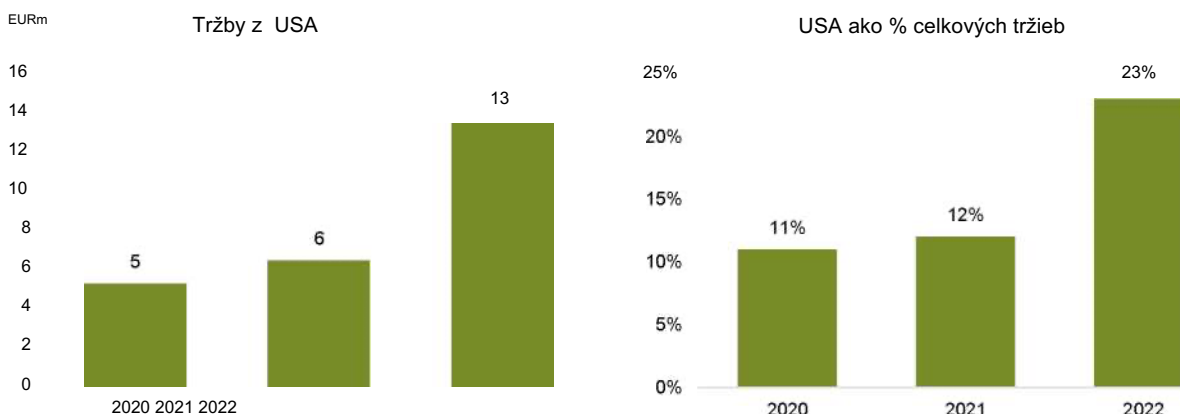


Zdroj: = údaje spoločnosti ; 1 - výrobná hala, 2 - nástrojareň, 3 - kaliareň, 4 sklad materiálu, 5 - prvý transformátor, 6 - kalibračná časť, 7 - druhý transformátor, 8 - logistika, 9 - sklad

Transatlantická expanzia - možné pozitíva, ale s rizikami realizácie

Spoločnosť GEVORKYAN založila dcérske spoločnosti v USA aj v Mexiku. Vedenie spoločnosti analyzuje trhové príležitosti a zvažuje, či má zmysel vstúpiť na trhy prostredníctvom fúzií a akvizícií alebo vybudovať nové výrobné zariadenia na zelenej lúke. Toto rozhodnutie nasleduje po nedávnom rýchlom raste tržieb v USA. V prípade úspechu by expanzia mohla byť podľa nášho názoru dôležitým katalyzátorom pre akcie. Vedenie spoločnosti však v súčasnosti neposkytuje žiadne usmernenia týkajúce sa potenciálneho objemu investícií.

V roku 2022 tvorili USA 23 % tržieb, v roku 2021 to bolo 12 %.



Zdroj: = údaje spoločnosti , Výskum WOOD

Akákoľvek transatlantická expanzia by sa nezaobišla bez mnohých prevádzkových a realizačných rizík. Mohla by byť predzvesťou ďalšieho zdĺhavého cyklu kapitálových výdavkov, pričom spoločnosť GEVORKYAN by zostala v záporných hodnotách FCFF oveľa dlhšie, než očakávame, zatiaľ čo náklady na zriadenie novej továrne by mohli prekročiť pôvodné odhady. Marže môžu byť tiež menej atraktívne ako v slovenskom závode a môže byť problém zopakovať rovnakú úroveň kvality a spoľahlivosti produkcie.

Ocenenie: 12M PT pri hodnote 348 CZK/akcia znamená zvýšenie 37%:

Našu 12-mesačnú cieľovú cenu (PT) pre GEVORKYAN sme stanovili na 348 CZK/akcia, pričom sme priradili rovnakú váhu našej hodnote založenej na metóde DCF (diskontovaný peňažný tok) a našej implikovanej hodnote EV/EBITDA. Táto hodnota predstavuje 37 % nárast, čo nám dáva rating KÚPIŤ.

GEVORKYAN: zhrnutie oceňovania

Metóda	Váha	12M PT (CZK)
DCF	50%	350
Ocenenie konkurentov (EV/EBITDA)	50%	347
Vážený priemer 12M PT		348
Súčasná cena		254
Potenciálne zvýšenie		37%

Zdroj: Výskum WOOD

DCF(diskontovaný peňažný tok)

Používame 10-ročný model DCF, ktorý prináša 12-mesačnú PT(cenový cieľ) vo výške 350 CZK/akcia, čo predstavuje 38 % navýšenie oproti súčasnej cene. Na 12M PT uplatňujeme 15 % diskont, aby sme zohľadnili malú veľkosť (trhová kapitalizácia 167 mil. EUR) a nízku likviditu (3M ADTV 18 tis. EUR) spoločnosti.

Kľúčové predpoklady nášho modelu DCF zahŕňajú:

- ✓ WACC (vážené priemerné náklady na kapitál) vo výške 8,5-9,0 %, počnúc bezrizikovou sadzbou 4,0 % pre Slovenskú republiku a rizikovou prímou vlastného imania vo výške 4,5 %.
- ✓ Zadĺžená Beta vo výške 1,48 v roku 2024E, vychádzajú z nezadĺženej Bety zo sektorovej databázy Damodaran vo výške 1,07 pre podniky vyrábajúce komponenty.
- ✓ Koncová miera rastu 3%.

Náš model DCF prináša 12M PT vo výške 350 CZK/akcia

(EURm)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Tržby	94	108	122	136	149	164	179	189	201	212
(rast)		16%	13%	11%	9%	10%	9%	6%	6%	6%
EBIT	13	17	21	26	28	33	36	39	41	44
Sadzba dane	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
NOPLAT	11	13	17	20	22	26	29	31	33	35
Odpisy	13	14	15	16	17	18	18	19	20	21
Capex (kapitálové výdavky)	-17	-12	-13	-13	-20	-20	-14	-15	-16	-21
Zmena v prevádzkovom kapitály	-9	-8	-6	-4	-6	-7	-7	-5	-6	-6
FCFF (voľný peňažný tok do firmy)	-2	8	14	20	13	16	25	30	31	29
Diskontný faktor	0.93	0.85	0.78	0.71	0.65	0.60	0.55	0.50	0.46	0.42
Súčasná hodnota FCFF	-2	7	11	14	8	9	14	15	14	12
Suma FCFF	102									
Rast konečnej hodnoty	3 %									
Konečná hodnota	517									
PV (súčasná hodnota) koncovej hodnoty	216									
Hodnota podniku	318									
Mínus čistý dlh (2023)	71									
Hodnota vlastného imania	248									
Akcie v obehu	16.7									
12M PT (EUR)	16.5									
12M PT (CZK)	412									
12M PT (EUR) s 15% diskontom	14.0									
12M PT (CZK) s 15% diskontom	350									
Aktuálna cena akcie (CZK)	254									
Nárast/(pokles)	38%									
Odporúčanie	KÚPIŤ									

Source: Výskum WOOD; Pre náš 12M PT používame konsenzus Bloomberg pre výmenný kurz CZK EUR na rok 2024E

Výpočet WACC (vážené priemerné náklady na kapitál)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Štruktúra kapitálu spoločnosti										
Hotovosť										
Celkový dlh	2.8	2.2	3.0	11.2	3.4	5.0	7.0	11.1	15.6	16.1
Vlastné imanie spolu	80.2	75.7	66.5	66.5	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
Celkový nesplatený kapitál	167.1	172.7	172.7	172.7	172.7	172.7	172.7	172.7	172.7	172.7
Pomer dlhu ku kapitálu (%)	247.2	248.4	239.2	239.2	229.2	229.2	229.2	229.2	229.2	229.2
Pomer vlastného imania ku kapitálu (%)	32.4%	30.5%	27.8%	27.8%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
Náklady na dlh										
Marginálne náklady na dlh	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Marginálna daňová sadzba	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Náklady na dlh (po zdanení) (%)	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Náklady na vlastné imanie										
Koeficient nezadĺžená Beta	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
Koeficient opätovne zadĺžená Beta	1.48	1.44	1.40	1.40	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
Beta	1.48	1.44	1.40	1.40	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
Riziková prémie za vlastné imanie (%)	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Bezriziková sadzba (%)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Náklady na vlastné imanie (%)	10.6%	10.5%	10.3%	10.3%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
WACC (%)	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

Zdroj: Výskum WOOD

Hodnotenie porovnateľnej skupiny

Pre naše ocenenie násobkov používame konsenzus Bloomberg EV/EBITDA vybranej skupiny porovnateľných spoločností v rokoch 2024-25E. Medián násobkov EV/EBITDA porovnateľných spoločností je 10,4 x pre rok 2024E a 9,4 x pre rok 2025E, v tomto poradí. Na základe našich vlastných odhadov EBITDA na roky 2024 - 25E a čistého dlhu spoločnosti GEVORKYAN sme dospeli k férovým hodnotám vlastného imania vo výške 196 mil. eur v roku 2024E a 222 mil. eur v roku 2025E. Pri použití priemeru nami odvodených hodnôt vlastného imania vo výške 209 mil. EUR to znamená 12,5 EUR/akcia, resp. 314 CZK/akcia. Naša 12M PT je 347 CZK/akcia (nárast o 37 % v porovnaní so súčasnou cenou).

Naše ocenenie EV/EBITDA prináša 12M PT vo výške 347 CZK/akcia

EURm	2024E	2025E
Medián násobku v porovnateľnej skupine	10.4x	9.4x
EBITDA	26	31
EV	273	296
Čistý dlh	77	74
Hodnota vlastného imania	196	222
Priemer	209	
EUR/akcia	12.5	
CZK/akcia	314	
12M PT EUR/akcia	13.9	
12M PT CZK/akcia	347	
Navýšenie	37%	

Zdroj: Bloomberg, Výskum WOOD Pre náš 12M PT (cenový cieľ) používame konsenzus Bloomberg pre výmenný kurz CZK EUR na rok 2024E

Spoločnosť GEVORKYAN sa zameriava výlučne na práškovú metalurgiu (PM). Na rozdiel od svojich kolegov, ktorí majú PM len ako jednu časť svojej činnosti, sa spoločnosť GEVORKYAN venuje výlučne tomuto segmentu. Väčšina spoločností v oblasti PM sú malé, súkromné podniky.

GEVORKYAN sa obchoduje na úrovni 26,9x P/E (pomer ceny k zisku) a 9,3x EV/EBITDA (pomer hodnoty podniku k zisku pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortizáciou) podľa našich odhadov na rok 2024E. Poznávame, že sa obchoduje s prímou v porovnaní so svojimi konkurentmi na násobku P/E, a to z dôvodu vyšších odpisov a úrokových nákladov, keďže je viac zadĺžená ako jej konkurenti. Pri pohľade na spoločnosti AMETEK a IDEX Corp, ktoré majú veľmi podobné marže ako spoločnosť GEVORKYAN, sa tieto spoločnosti obchodujú s približne 30-násobkom P/E (pomer ceny k zisku) v roku 2024E, čo je v súlade so spoločnosťou GEVORKYAN. Pokiaľ ide o EV/EBITDA v roku 2024, spoločnosť sa obchoduje s 11 % diskontom v porovnaní s mediánom násobku EV/EBITDA jej konkurentov.

Hodnotenie konkurentov:

Spoločnosť	Mcap EURm	ADTV EURm	P/E			EV/EBITDA			marža EBITDA		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
AMETEK	38,823	154	28.3	28.6	26.0	21.1	19.5	17.8	31%	30%	31%
Sandvik	25,818	33	18.7	18.7	16.8	11.3	11.4	10.1	24%	23%	24%
ATI	5,777	58	16.2	18.4	14.6	12.2	10.7	8.7	15%	16%	18%
Carpenter Technology Corp	3,223	28	24.2	16.2	n.a.	10.9	8.0	n.a.	14%	17%	n.a.
Kennametal Inc	1,769	15	15.0	17.0	15.6	9.8	7.7	7.0	12%	15%	17%
NBTM New Materials	1,162	40	44.1	24.0	17.9	17.4	12.4	10.6	16%	18%	18%
American Axle & Manufacturing	778	13	n.m.	23.4	12.6	4.5	4.0	3.5	11%	12%	12%
Kyocera	18,241	65	29.9	23.5	18.8	9.1	9.3	8.1	15%	15%	16%
Haynes International	715	11	18.4	14.5	11.3	10.6	8.2	n.a.	13%	14%	16%
Universal Stainless & Alloy Products	213	2	46.7	13.3	10.0	9.2	6.1	5.0	12%	15%	16%
Beijer Alma	1,023	1	20.3	16.6	14.3	10.8	10.4	9.4	19%	19%	19%
Troax Group	1,263	1	n.m.	n.m.	n.m.	21.2	18.9	17.0	24%	23%	24%
Idex Corp	16,820	82	29.0	28.6	27.4	20.8	20.1	18.3	27%	28%	29%
Median			22.2	18.4	15.1	10.9	10.4	9.4	15%	17%	18%
Priemer			26.2	19.5	15.8	13.0	11.3	10.5	18%	19%	20%
GEVORKYAN	167	0.02	47.2	26.9	18.6	12.5	9.3	7.9	27%	28%	29%
<i>Prémia/(diskont) k mediánu</i>			112%	46%	24%	15%	-11%	-17%	79%	70%	59%
<i>Prémia/(diskont) k priemeru</i>			80%	38%	18%	-4%	-18%	-25%	52%	50%	45%

Zdroj: Bloomberg, Výskum WOOD

Na ilustráciu uvádzame štyri spoločnosti s veľmi podobnou EBITDA maržou ako spoločnosť GEVORKYAN z nášho výberu porovnateľných spoločností. Tieto spoločnosti sa obchodujú pri 19,2 x EV/EBITDA na základe konsenzuálnych odhadov agentúry Bloomberg na rok 2024E, zatiaľ čo spoločnosť GEVORKYAN sa obchoduje pri 9,3 x EV/EBITDA na základe nášho odhadu na rok 2024E, čo znamená 52-percentný diskont oproti jej vybraným partnerom. To znamená, že sa nedomnievame, že trh zohľadnil rast ziskovosti spoločnosti GEVORKYAN do budúcnosti a myslíme si, že je v súčasnosti podhodnotená. .

GEVORKYAN sa obchoduje s 52% diskontom oproti vybraným konkurentom na základe EV/EBITDA v roku 2024

Konkurenčné spoločnosti	EV/EBITDA			EBITDA marža		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
AMETEK	21.1	19.5	17.8	31%	30%	31%
Sandvik	11.3	11.4	10.1	24%	23%	24%
Troax Group	21.2	18.9	17.0	24%	23%	24%
Idex Corp	20.8	20.1	18.3	27%	28%	29%
Medián	20.9	19.2	17.4	26%	26%	26%
Priemer	18.6	17.5	15.8	26%	26%	27%
GEVORKYAN	12.5	9.3	7.9	27%	28%	29%
<i>Prémia/(diskont) k mediánu</i>	-40%	-52%	-55%	7%	10%	9%
<i>Prémia/(diskont) k priemeru</i>	-33%	-47%	-50%	3%	8%	8%

Zdroj: Bloomberg, Výskum WOOD

Riziká

- ✓ **Riziko kľúčovej osoby.** Prípadná práceneschopnosť alebo strata pána Gevorkyana, ktorý určuje a realizuje prevádzkovú stratégiu spoločnosti, môže mať krátkodobý nepriaznivý vplyv na jej prevádzkové riadenie. V prípade zmeny kontroly nie je možné zaručiť, že spoločnosť GEVORKYAN prevezme kvalifikovaná osoba, ktorá by podstatne nezmenila podnikanie, jeho činnosť alebo základnú stratégiu a zameranie spoločnosti.
- ✓ **Závislosť na externom financovaní.** Spoločnosť GEVORKYAN je závislá od externého financovania. V dôsledku situácie na kapitálových a úverových trhoch môže dôjsť k získaniu financovania za horších podmienok, než spoločnosť predpokladá. To môže mať nepriaznivý vplyv na jej platobnú schopnosť. Úroveň zadlženosti spoločnosti GEVORKYAN môže dosiahnuť úroveň, ktorú by investori mohli vnímať ako nadmernú, čo by obmedzilo ich ochotu poskytnúť nové zdroje financovania.
- ✓ **Riziká spojené s realizáciou transatlantickej expanzie.** Akvizícia a/alebo výstavba novej továrne v USA a/alebo v Mexiku by mohla byť dôležitým katalyzátorom príbehu vlastného imania s potenciálom zmeniť veľkosť podniku. Napriek tomu existuje viacero rizík spojených s realizáciou. Spoločnosť GEVORKYAN by mohla za akvizíciu zaplatiť príliš vysokú cenu a zdĺhavý cyklus kapitálových výdavkov by mohol v dohľadnej budúcnosti znížiť FCFF a zvýšiť dlh v súvahe. Kľúčovým rizikom je podľa nášho názoru kvalita výroby a to, či by spoločnosť GEVORKYAN dokázala napodobniť úspešný model vo svojich slovenských prevádzkach na inom kontinente. Vzhľadom na to, že pozornosť manažmentu sa obrátila na USA, vidíme aj riziko, že kvalita výroby, tempo inovácií a objem objednávok a marže na domácej pôde by sa mohli zastaviť.
- ✓ **Zhoršenie marže.** Spoločnosť GEVORKYAN bola doteraz na čele inovácií v tomto odvetví. Zdá sa, že je to zakotvené v DNA spoločnosti a ako základ očakávame, že spoločnosť GEVORKYAN si udrží svoj náskok a bude naďalej hľadať a využívať nové prístupy pri navrhovaní a výrobe výrobkov pre svojich zákazníkov. Napriek tomu nemôžeme vylúčiť, že sa objavia konkurenti, ktorí môžu prijať podobné technológie a ktorí by mohli znížiť ceny a marže, a to aj v prípade relatívne viac špecializovaných častí sektora.
- ✓ **Riziko krajiny.** Vyššie dane by podľa nášho názoru mohli ovplyvniť ziskovosť a konkurencieschopnosť spoločnosti. Vzhľadom na súčasný stav slovenských verejných financií je potrebné zvážiť možné riziko vyššieho daňového zaťaženia spoločností. Ak bude vláda pokračovať vo svojej prorúskej rétorike, vidíme tiež riziko, že by mohla stratiť prístup k fondom EÚ, v dôsledku čoho by sa mohla zvýšiť aj riziková prirážka za vlastné imanie požadovaná investormi na držbu slovenských aktív. Rizikom je aj kvalita a nezávislosť niektorých štátnych inštitúcií, na čo upozornil parlament EÚ, ktorý vyjadril obavy o právny štát na Slovensku.
- ✓ **Strata kľúčových zamestnancov.** Kvalita manažmentu má zásadný význam pre stanovenie a dosiahnutie strategických cieľov spoločnosti GEVORKYAN. Jej schopnosť identifikovať potenciál rastu a úspešne realizovať zvolenú stratégiu závisí aj od schopnosti udržať si existujúcich zamestnancov a prilákať nových. V Oddelení výskumu a vývoja pracuje 19 inžinierov, ktorí ročne vyvinú viac ako 150 nových výrobkov, pričom spoločnosť mesačne vyrobí viac ako 7 miliónov komponentov. Hoci prvý inžinier spoločnosti GEVORKYAN stále pracuje (po viac ako dvadsiatich rokoch), odchod ktoréhokoľvek z týchto kľúčových inžinierov z Oddelenia výskumu a vývoja by mohol mať výrazný negatívny vplyv na podnikanie.
- ✓ **Výkyvy výmenných kurzov.** Vykazovacou menou spoločnosti je EURO. Vydala dlhopisy v CZK v celkovej hodnote 205 miliónov CZK so splatnosťou v roku 2026E. V súvislosti so splatnosťou výnosov a nominálnou hodnotou týchto dlhopisov môže byť spoločnosť vystavená zvýšeným nákladom a rizikám vyplývajúcim z výmenných kurzov medzi CZK a EUR.
- ✓ **Spoločnosť GEVORKYAN zápasí s viacerými úrovňami regulácie na globálnej aj vnútroštátnej úrovni.** Posuny v regulačnom prostredí by mohli narušiť model, ktorý spoločnosť GEVORKYAN doteraz vytvorila.
- ✓ **Slovenské účtovné štandardy.** Spoločnosť vykazuje svoje výsledky podľa Slovenských účtovných štandardov. Pokiaľ je nám známe, po prechode na IFRS (Medzinárodné štandardy finančného výkazníctva) nedochádza k žiadnym podstatným zmenám, ale drobné zmeny sa môžu vyskytnúť
- ✓ **Iné riziká.** Vojna na Ukrajine.

Finančné údaje

Výkaz ziskov a strát

(EUR m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Celkové tržby	48.2	54.0	58.7	76.5	93.6	108.4
Náklady na predaný tovar	-27.0	-27.1	-32.9	-42.1	-50.5	-58.0
Služby	-5.8	-7.6	-8.6	-12.2	-14.3	-15.7
Zmeny stavu zásob hotových výrobkov	0.3	0.3	5.5	4.5	4.5	4.5
Hrubý zisk	15.7	19.6	22.7	26.7	33.3	39.2
Personálne výdavky	-3.2	-3.7	-4.8	-6.0	-7.0	-8.0
Ostatné prevádzkové príjmy	0.2	-0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Ostatné prevádzkové náklady	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
EBITDA	12.6	15.4	18.1	20.8	26.4	31.4
Odpisy	-5.6	-7.7	-9.0	-11.9	-12.9	-14.4
EBIT	7.1	7.7	9.1	9.0	13.4	16.9
Príjmy z finančných aktív	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Náklady na IPO	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Finančné výnosy	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Finančné náklady	-2.2	-2.2	-3.1	-3.7	-4.8	-4.5
Ostatné finančné výnosy	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0
Ostatné finančné náklady	0.0	-1.0	-1.7	-0.3	-0.8	-0.8
Zisk pred zdanením	4.8	3.4	4.6	5.3	8.0	11.7
Daň	-1.1	-1.1	-1.1	-1.3	-1.7	-2.5
Čistý zisk	3.8	2.3	3.5	4.0	6.3	9.3

Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Súvaha

(EUR m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nehmotný majetok	12.0	11.7	11.5	11.6	11.6	11.4
PP&E Nehnuteľnosti, stroje a zariadenia	59.8	73.1	90.2	98.1	102.1	99.8
Dlhodobý finančný majetok	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dlhodobý majetok	72.9	84.8	101.7	109.7	113.6	111.1
Zásoby	19.3	19.9	23.9	29.4	35.9	41.6
Pohľadávky	12.7	21.1	23.6	27.3	33.3	38.6
Pohľadávky od akcionárov	6.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pohľadávky od štátu	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Ostatné pohľadávky	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Peňažné prostriedky a peňažné ekvivalenty	0.0	1.2	2.7	3.1	2.8	2.2
Krátkodobý majetok	39.1	42.7	50.8	60.3	72.6	82.9
Preddavky a príjmy budúcich období	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Celkový majetok	112.1	127.5	152.5	170.0	186.3	194.1
Základné imanie	13.9	13.9	16.7	16.7	16.7	16.7
Emisné ážio	0.0	0.0	24.7	24.7	24.7	24.7
Kapitálové fondy	12.0	12.2	12.4	12.4	12.4	12.4
Kumulovaný zisk	5.0	8.5	10.6	14.1	18.2	24.5
Čistý zisk z P&L (zo zisku a straty)	3.8	2.3	3.5	4.0	6.3	9.3
Vlastné imanie	34.6	36.9	67.9	71.9	78.2	87.4
Rezervy	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dlhopisy	18.4	18.9	10.0	18.8	31.3	31.3
Bankové úvery	16.8	9.7	5.2	14.6	8.6	4.1
Leasing	4.8	4.7	5.5	5.5	5.5	5.5
Pôžička Gevorkyan	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Ostatné dlhodobé záväzky	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Odložený daňový záväzok	2.2	3.0	3.8	3.8	3.8	3.8
Dlhodobé záväzky	42.5	66.5	54.8	73.0	79.5	75.0
Revolvingový nástroj	7.7	5.8	2.3	2.3	2.3	2.3
Záväzky	8.0	12.3	11.6	15.7	19.2	22.3
Záväzky voči akcionárom	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ostatné krátkodobé záväzky	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Leasing	1.6	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
Finančné dotácie	10.2	0.1	8.8	0.0	0.0	0.0
Výdavky budúcich období	0.0	0.5	1.9	1.9	1.9	1.9
Výnosy budúcich období	2.8	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
Krátkodobé záväzky	34.9	24.1	29.8	25.1	28.6	31.6
Záväzky spolu	77.4	90.6	84.6	98.1	108.1	106.6
Záväzky a vlastné imanie spolu	112.1	127.5	152.5	170.0	186.3	194.1

Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Výkaz peňažných tokov

(EUR m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cistý zisk	3.8	2.3	3.5	4.0	6.3	9.3
Odpisy	5.6	7.7	9.0	11.9	12.9	14.4
Zmena opravných položiek	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Náklady na úroky	2.2	2.2	3.0	3.7	4.8	4.5
Zisk/strata k dispozícii z dlhodobého hmotného majetku	-0.1	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Jednorazové príjmy	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmena stavu pohľadávok voči štátu	1.1	1.1	1.0	0.0	0.0	0.0
Zmena stavu zásob	-0.2	-0.6	-4.0	-5.4	-6.5	-5.7
Zmena stavu pohľadávok	-6.6	-1.8	-1.5	-3.7	-6.1	-5.3
Zmena stavu záväzkov	4.5	0.2	0.3	4.1	3.5	3.0
Zmena pracovného kapitálu	-1.1	-1.1	-4.2	-5.0	-9.1	-7.9
Peňažný tok z operácií	10.4	12.9	11.3	14.5	14.9	20.3
Kapitálové výdavky	-11.9	-20.9	-26.7	-19.9	-16.8	-11.9
Výnosy z predaja dlhodob. hmotného majetku vrátane spätn. lízingu	1.7	2.7	3.7	0.0	0.0	0.0
Peňažný tok z investičných činností	-10.1	-18.2	-23.0	-19.9	-16.8	-11.9
Úvery od spriaznených osôb	0.0	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vydané dlhopisy	0.0	0.0	0.0	0.0	12.5	0.0
Komerčné úvery	13.3	7.8	0.0	21.0	0.0	0.0
Splácanie úverov	-13.0	-30.7	-12.5	-11.6	-6.0	-4.5
Výnosy z IPO	0.0	0.0	27.4	0.0	0.0	0.0
Vyplatené úroky	-0.6	-0.6	-1.8	-3.7	-4.8	-4.5
Peňažný tok z finančných činností	-0.3	6.5	13.2	5.7	1.7	-9.0

Zdroj: = údaje spoločnosti, Výskum WOOD

Dodatok: Priemysel práškovej metalurgie

Spoločnosť GEVORKYAN pôsobí v oblasti práškovej metalurgie (PM), kde na výrobu komponentov pre svojich zákazníkov používa štyri rôzne technologické metódy: sintering („klasická“ prášková metalurgia), vstrekovanie kovových práškov (MIM), izostatické lisovanie za tepla (HIP) a aditívna výroba (AM, označovaná aj ako 3D tlač).

Sintering

Sintering je výrobný proces, pri ktorom sa na výrobu kovových súčiastok používajú kovové prášky. Zhutnená hmota kovového prášku sa zahreje na teplotu nižšiu, kovový prášok sa zahreje na teplotu nižšiu ako je jeho bod tavenia, takže sa chemické častice navzájom spoja a vytvorí súvislý tvar. Tento proces umožňuje vyrábať súčiastky, ktoré sa nedajú vyrobiť tradičnými výrobnými metódami vzhľadom na ich vlastnosti (hustota, zložitý tvar). Sintering pozostáva z niekoľkých fáz:

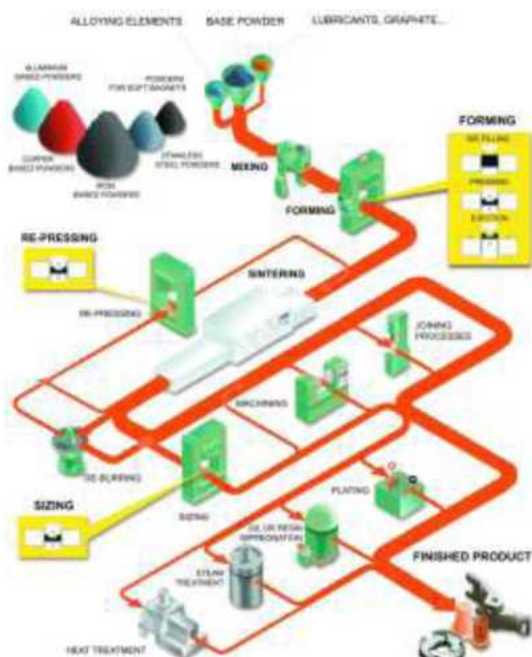
1. **Zhutňovanie.** Kovové prášky sa zhutňujú do požadovaného tvaru pomocou nástrojov.
2. **Zahrievanie.** Kompakt sa potom vystaví zvýšenej teplote počas procesu sinteringu. Teplota sa veľmi starostlivo kontroluje, aby zostala pod bodom tavenia kovu, aby sa nestala tekutou.
3. **Zhutňovanie.** Keď sa teplota zvýši, častice kovu v kompakte sa začnú spájať. Výsledkom je väčšia hustota a pevnosť výrobku.
4. **Finalizácia.** Po vystavení kompaktu zvýšenej teplote na určitý čas sa sinterovaný diel ochladí. Konečný kovový komponent je zhutnený a štruktúrne jemný.

Vstrekovania kovových práškov (MIM)

MIM je špecializovaný proces kombinujúci kovové prášky so vstrekaním plastov na výrobu komplexných kovových dielov s vysokou presnosťou. V porovnaní so sinteringom umožňuje táto metóda výrobu súčiastky so zložitým tvarom vo veľkých množstvách. Proces MIM prebieha v niekoľkých krokoch:

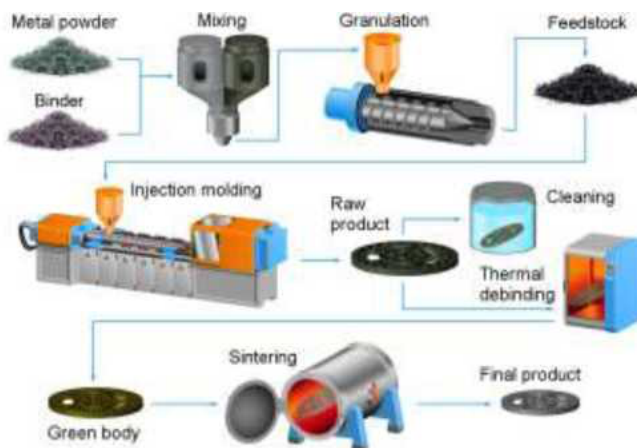
1. **Príprava vstupných surovín.** Kovové prášky sa zmiešajú so spojivom, aby sa vytvorila vstupná surovina. Spojivo sa používa na udržanie častíc prášku počas procesu formovania.
2. **Vstrekovanie.** Vstupná surovina sa vloží do dutiny formy pod vysokým tlakom a vytvorí sa surový výrobok, ktorý má tvar konečného výrobku.
3. **Odstránenie spojiva.** Surový výrobok sa podrobí procesu tepelného odstránenia spojiva za účelom jeho odstránenia.
4. **Sintering.** Po odstránení väzby sa výrobok podrobí sinteringu (zahrievaniu a zhutňovaniu).
5. **Následné spracovanie.** Po sinteringu sa vyrába konečný komponent, ktorý môže potrebovať určité čistenie povrchu, aby sa dosiahol požadovaný vzhľad.

Sintering



Zdroj: EPMA

Vstrekovania kovových práškov (MIM)



Zdroj: EPMA

Popis k obrázku:

Metal powder=Kovový prášok; Binder=Spojivo; Mixing= Miešanie; Granulation= Granulácia; Feedstock=vstupná surovina
Injection molding=Vstrekovanie; Raw product=Surový výrobok; Cleaning= Čistenie; Thermal debinding=Tepelné odstránenie spojiva
Green body= Zelené teleso; Sintering= Sintering; Final product= Vysledny produkt

Izostatické lisovanie za tepla (HIP)

HIP je proces na zvýšenie hustoty výrobku, ktorý je súčasne vystavený vysokým teplotám a tlakom. Jednou z výhod HIP je, že znižuje pórovitosť, čím zvyšuje hustotu materiálu. Proces je opísaný v nasledujúcich krokoch:

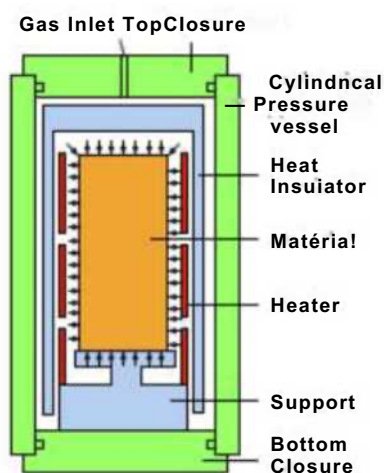
1. **Kompaktné formovanie.** Zhutňovanie kovových práškov do špecifického tvaru.
2. **Sintering.** Pred izostatickým lisovaním za tepla sa kompakť podrobí procesu sinteringu.
3. **HIP.** Komponent je následne vystavený vysokým teplotám a tlaku súčasne. To pomáha uzavrieť póry v komponente, čím sa zvyšuje jeho hustota a mechanické vlastnosti.

Aditívna výroba (AM)

Aditívna výroba je pokročilá metóda používaná v práškovej metalurgii, ktorá ponúka nové možnosti pri výrobe kovových komponentov. Jej hlavnou výhodou je, že umožňuje výrobu súčiastok so zložitými tvarmi a so špecifickými konštrukčnými požiadavkami. V porovnaní s inými metódami je tiež materiálovo úsporná.

Proces sa začína digitálnym modelom súčiastky. Aditívna výroba vytvára tento komponent z digitálneho modelu postupom po jednotlivých vrstvách. Laser skenuje kovový prášok a sintruje častice prášku na základe digitálneho modelu.

Izostatické lisovanie za tepla (HIP)

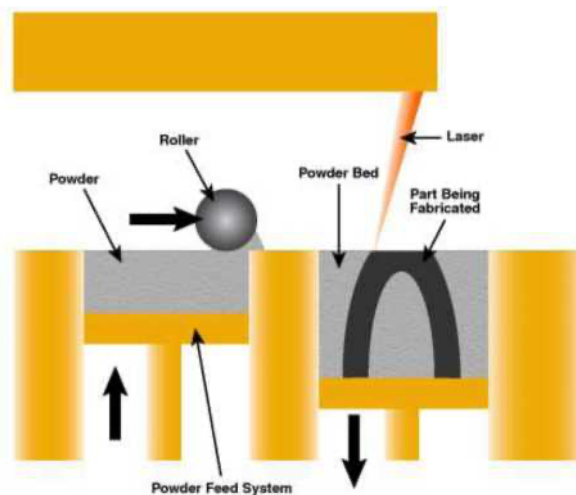


Zdroj: Kobe Steel

Popis k obrázkom:

Gas Inlet Top Closure = Uzavretie horného prívodu plynu
Cylindrical Pressure vessel = Valcová tlaková nádoba
Heat Insulator = Tepelný izolátor
Material = Materiál
Heater = Ohrievač
Support = Podpora
Bottom Closure = Spodný uzáver

Aditívna výroba (AM)



Zdroje: MPIF

Powder = Prášok
Roller = Valec
Powder Feed System = Systém podávania prášku
Powder Bed = Práškové lôžko
Laser = Laser
Part Being Fabricated = Vyrábaný diel

Dôležité odhalenia