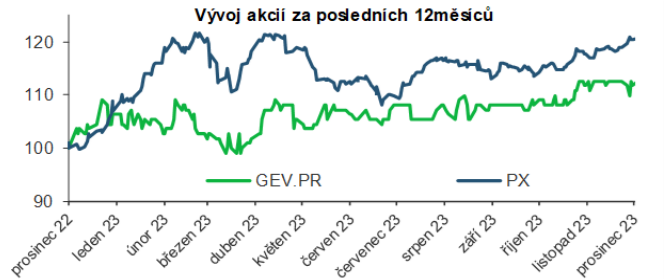


# GEVORKYAN a.s.

## Doporučení: Akumulovat

mil. EUR*	2022	2023e	2024e	2025e	
Tržby	58.7	77.4	96.8	108.4	
EBITDA	18.1	23.2	28.6	32.5	
EBIT	9.1	12.4	17.3	19.8	
Čistý zisk	3.5	6.4	10.9	12.9	
Celková aktiva	152.5	164.8	181.4	196.5	
Čisté zadlužení	61.6	65.6	66.5	58.6	
Zisk na akcii (základní, EUR)	0.2	0.4	0.7	0.8	
Vlastní kapitál na akcii (EUR)	4.1	4.5	5.1	5.9	
Dividenda na akcii (EUR)	0.0	0.0	0.0	0.0	
EV/EBITDA (x)	13.1	10.3	8.5	7.2	
P/E (základní, x)	49.4	27.3	16.1	13.6	
P/BV (x)	2.6	2.4	2.1	1.8	
Dividendový výnos	0.0	0.0	0.0	0.0	
Aktuální cena (Kč)	256.0	Reuters	GEV.PR	Free float	17.8%
Počet vydaných akcií (mil.)	16.66	Bloomberg	GEV CP Equity	Největší akcionáři*	Artur Gevorkyan 77%
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	4,264.3	Div. ex-datum	Bez dividend		BHS Fund II - Private Equity 2.6%
Tržní kapitalizace (mil. EUR)	174.8				JEREMIE Co-Investment Fund 2.6%
Enterprise value (mil. EUR)	236.3	<b>Cílová cena:</b>	<b>302 Kč</b>	Homepage	<a href="https://www.gevorkyan.sk/">https://www.gevorkyan.sk/</a>



Výkonnost	YTD	6 M	3 M	1 M
v Kč	5.8%	9.4%	6.7%	2.4%

\*Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na závěrečné ceně akcií k 14. prosinci 2023; \*\* Dle dat z výroční zprávy GEVORKYAN za rok 2022

### Analytik:

Jan Šafránek  
+420 956 765 234  
[jsafranek@csas.cz](mailto:jsafranek@csas.cz)

### S přispěním:

David Vantruba  
(analytik)

### Editor:

Petr Bártek  
(analytik)

## Lisované prášky ze Slovenska s globálním dosahem

Zahajujeme pokrytí akcií společnosti GEVORKYAN, jež se zabývá výrobou kovových součástek pomocí práškové metalurgie. Akcie doporučujeme **Akumulovat s dvanáctiměsíční cílovou cenou 302 Kč/akcii** stanovenou na základě 50% váhy ocenění DCF-FCFF modelem a 50% váhy ocenění odvětvovým srovnáním.

GEVORKYAN se vyprofiloval jako spolehlivý a vývojově zdatný dodavatel s širokým záběrem produktů napříč práškovou metalurgií. To ilustruje tempo růstu tržeb mezi roky 2017-2022 na úrovni 15,5% CAGR, zatímco celkový trh s práškovou metalurgií rostl hodnotově v nízkých jednotkách % a objemově klesal. IPO v roce 2022 za 680 mil. Kč pomohlo firmě získat finance na rozšíření výroby k pokrytí převisu poptávky.

Firma by měla těžit z růstu poptávky po nových aplikacích a technologiích (např. MIM) díky diverzifikovanému portfoliu výrobků a používaných technologií. GEVORKYAN je typicky vývojovým partnerem svých zákazníků. Geograficky vidíme vysoký potenciál v Severní Americe, kde firma nyní silně roste, což podporuje poptávka po výměně asijských dodavatelů za domácí či evropské. Firma by měla být odolná vůči negativním trendům spojeným s elektromobily (méně dílů kvůli jednoduššímu motoru a chybějící převodovce), když do automotive dodává díly pro nemotorové části (řízení, zámky, okna atd.).

Do roku 2028e odhadujeme průměrný růst tržeb o 13% CAGR na 143 mil. EUR a ztrojnásobení provozního zisku na 32 mil. EUR. Výhled je podporován dlouhodobými podepsanými zakázkami, které aktuálně dosahují 94 mil. EUR pro rok 2026 (asi 80% odhadu tržeb). To by mělo doprovázet zvýšení provozní marže z 15,5% na 22% v roce 2028e díky zvýšení provozní efektivity a zejména relativnímu poklesu odpisů na tržbách. Od roku 2025 očekáváme postupně ztelný pokles čistého dluhu.

Akcie GEVORKYAN se obchodují na 8,5x EV/EBITDA 2024e, což představuje asi 8% diskont vůči aktuálnímu odvětvovému mediánu. V našem ocenění aplikujeme 9x EV/EBITDA 2024e. Použití tohoto násobku ospravedlňuje vyšší tempo růstu a vyšší maržovitost GEVORKYAN v porovnání s odvětvím, na druhé straně má firma menší velikost a relativně vyšší zadlužení. Akcie by mohly těžit z rozšíření okruhu investorů s plánovaným přechodem na hlavní trh BCPP. Hlavní riziko (kromě běžné závislosti menších firem na klíčovém managementu) vidíme v probíhající poklesu průmyslové výroby, zejména v EU.

## SWOT analýza

### Silné stránky

- Potenciál práškové metalurgie šetřit významné náklady zákazníkům
- Dynamické tempo růstu díky silné poptávce po produkci firmy, výrazně vyšší růst, než v celkovém odvětví práškové metalurgie
- Vysoké know-how, vývojový dodavatel pro většinu zákazníků
- Dlouhodobost kontraktů zvyšuje prediktibilitu tržeb
- Velmi silná retence zákazníků
- Vysoké provozní marže v porovnání s průměrem odvětví
- Vysoká diverzifikace portfolia v rámci odvětví práškové metalurgie
- Společnost není závislá na jednom či několika málo odběratelích
- Certifikáty kvality a řízení, řada mezinárodních ocenění společnosti
- Vlastní generátory dusíku a vodíku potřebných k výrobě

### Příležitosti

- Expanze aktivit do USA a Mexika s využitím trendu nearshoringu
- Zvýšení okruhu investorů a možností financování s chystaným přechodem na hlavní trh BCPP – potenciální zařazení do indexu PX
- Růst výrobních kapacit díky prostředkům z loňského IPO
- Rozšíření produktové škály díky investicím do větších lisů
- Rozvoj technologie aditivní výroby
- Růst poptávky po ekonomičtějším a environmentálně přívětivějším kovových výrobcích
- Rozšiřování trhu s PM do oblastí fotovoltaiky, větrné energie, energetického využití vodíku, elektromobility, ve zbrojním průmyslu
- Větší „viditelnost“ po IPO, lepší přístup ke kapitálu a rychlý organický růst mohou vyústit i do akvizičního růstu firmy

### Slabé stránky

- Stále relativně vyšší zadlužení v porovnání s odvětvím
- Výroba koncentrována do jednoho závodu, riziko výrazného dopadu v případě havárie/neplánovaného přerušení výroby
- Náročnost na kvalifikovanou pracovní sílu, výkonnost a flexibilitu
- Výrobu forem nutných k výrobě vlastní z historických důvodů spřízněná GPM tools s.r.o., vlastněná plně majoritním akcionářem. Ten rovněž vlastní patenty k technologiím, používaným k výrobě.
- Vysoké náklady na pořízení výrobních strojů
- Závislost na dodavatelích vstupních materiálů
- Stále částečně „one man“ company závislá na zakladateli
- Stále menší titul s nižší tržní likviditou, 6M průměrný denní objem obchodů na BCPP 0,2 mil. Kč

### Rizika

- Možný pokles automobilového trhu, ztráta tržního podílu EU a US výrobců a nižší podíl přesného strojírenství v elektromobilech
- Ekonomické zpomalení a pokles průmyslové výroby v EU

- Možný růst konkurence v ostatních segmentech PM mimo automotive jako nepřímý důsledek nižšího využití PM v elektromobilech
- Potenciální růst cen vstupních materiálů, energií, jež firma nebude moci zcela převést na zákazníky
- Geografická blízkost Slovenska v případě rozšíření ukrajinského konfliktu na západ země
- Pravděpodobná potřeba externího refinancování dluhopisů se splatností v letech 2024 a 2026
- Teoretický odchod zakladatele by samozřejmě oslabil management
- Možný tlak na cenu akcií v případě prodejů ze strany současných významnějších minoritních finančních investorů
- Potenciální zpřísnění regulace pro průmyslovou výrobu
- Růst měnového rizika v případě růstu prodejů v regionech mimo EU

## Profil společnosti

GEVORKYAN, a.s. je slovenská průmyslová společnost vyrábějící kovové součástky pomocí technologie práškové metalurgie. Firma dodává výrobky do více než 30 zemí a více než 100 zákazníkům s majoritním podílem prodejů v Evropě a Severní Americe. Zhruba třetina tržeb pochází z automobilového průmyslu, následováno tržbami z odvětví jako je energetika, stavebnictví, strojírenství, zámečnictví, venkovní technika či zdravotnictví. Firma byla založená v roce 1996 Dipl. Ing. Arturem Gevorkyanem, jež je ředitelem společnosti a majoritním akcionářem.

Vedle tradičních postupů práškové metalurgie společnost využívá i novější technologie jako je vstřikování kovových prášků (MIM), izostatické lisování za tepla (HIP) či aditivní výrobu (3D tisk) z kovových prášků (AM). Firma je podle svého vyjádření pro většinu svých zákazníků vývojovým a výhradním dodavatelem pro jednotlivé výrobky a značná část výrobků, jež produkuje, nebyla dříve vyráběna metodou práškové metalurgie.

### Logo společnosti a ukázka výrobků

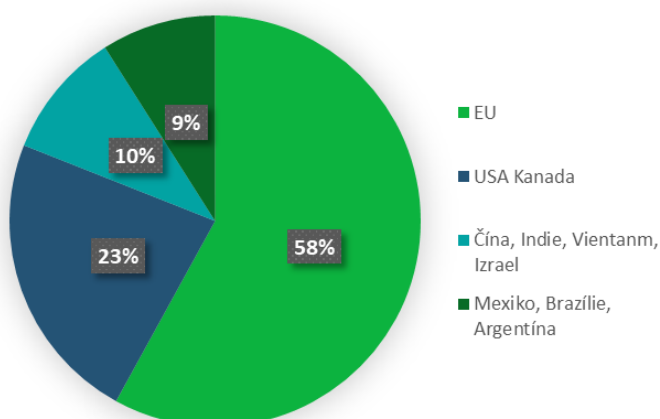


Zdroj: GEVORKYAN

### Struktura tržeb GEVORKYAN podle regionů, odvětví, technologií

Společnost v roce 2022 generovala většinu tržeb v EU, dále pak v Severní Americe. Zákazníky má ale i v Jihovýchodní Asii či Jižní Americe. Podíl prodeje v EU se v roce 2022 oproti předešlému roku snížil z 67% na 58% a naopak se téměř zdvojnásobil v USA a Kanadě na 23%. GEVORKYAN plánuje expanzi skladových a finišovacích výrobních kapacit do Mexika a USA, což by mělo podpořit další růst tržeb z těchto trhů.

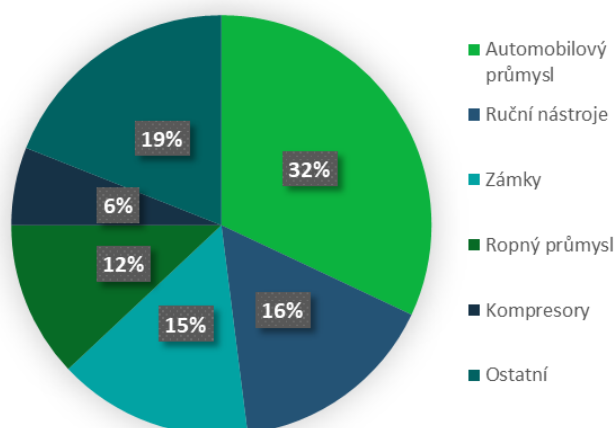
#### Regionální rozdělení tržeb za rok 2022



Zdroj: Výroční zpráva GEVORKYAN 2022, ČS Research

Z hlediska odvětví tvořil cca třetinovou část tržeb automobilový průmysl, další významné segmenty jsou ruční nástroje či zámky a bezpečnostní systémy. Firma dodává i do ropného průmyslu či komponenty pro vzduchovou techniku jako kompresory či klimatizace. Dále pak do oblasti zdravotnické techniky či kosmetiky. Malé procento tržeb je generováno v komponentech pro palné zbraně. Mezi klienty společnosti se řadí například firmy Volkswagen, BMW, Mercedes, Deere&Co, Siemens, Mountfield, ThyssenKrupp, Dewalt, Lacoste, Colt CZ a další.

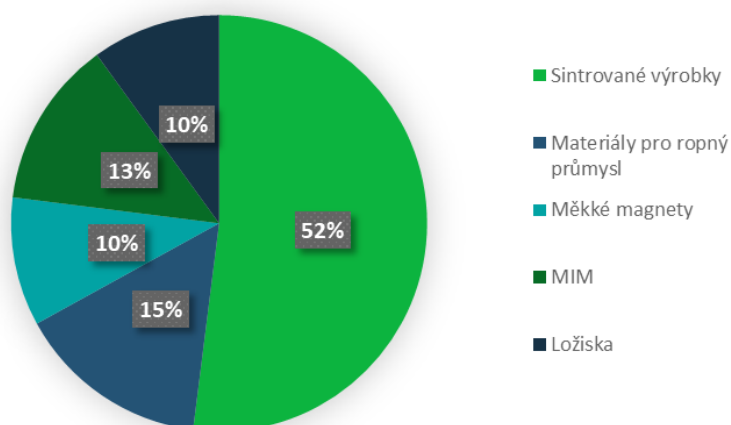
#### Rozdělení tržeb dle cílového odvětví za rok 2022



Zdroj: Výroční zpráva GEVORKYAN 2022, ČS Research

Segmentace tržeb ukazuje, že největší podíl představuje automobilový průmysl, což je typické pro celé odvětví práškové metalurgie. Expozice firmy na tento segment je nicméně znatelně menší oproti celému odvětví práškové metalurgie (cca 60% expozice odvětví je na automotive). Firma tak má větší diverzifikaci tržeb i do jiných průmyslových a spotřebitelských oblastí (zahradní technika, ruční nástroje, obaly na parfémy), což lze hodnotit pozitivně.

### Rozdělení tržeb dle technologií výroby za rok 2021



Zdroj: Výroční zpráva GEVORKYAN 2021, ČS Research

Z hlediska tržeb dle výrobních technologií představují jádro sintrované výrobky, tedy „klasická“ prášková metalurgie. Do budoucna se dá zřejmě předpokládat růst podílu ostatních technologií, např. MIM, kde vzrostl podíl mezi roky 2021 a 2020 z 11% na 13%. Data za rok 2022 firma zatím nezveřejnila.

### Historické milníky vývoje GEVORKYAN a.s.

- 1996: Založení firmy jako s.r.o.
- 1997: Firma vlastní první stroje
- 2003: Vytvoření vlastní nástrojárny
- 2010: Stěhování do vlastní výrobní haly
- 2012: Spuštění technologie MIM (vstřikování kovových prášků)
- 2013: 1. místo v anketě Diamanty slovenského byznysu v kategorii „Nejdynamičtější rostoucí firma na středním Slovensku“
- 2015: Spuštění technologie HIP (izostatického lisování za tepla)
- 2016: Ocenění „Národní vítěz za Slovensko“ v soutěži European Business Awards v kategorii – obrat do 25 mil. EUR
- 2016: Jeremie Co-Investment Fund a BHS Fund II – Private Equity poskytují financování a získávají po 3,5% podílu ve firmě.
- 2017: Vytvořeno oddělení automatizace a robotiky
- 2020: Investice do robotizace, automatizace a digitalizace. Rozšíření areálu. Začátek sériové výroby v oblasti 3D tisku.
- 2021: Rozšíření portfolia v oblasti mrazírenské a chladicí techniky, nabíjecích stanic pro automobily a ochranných masek a respirátorů
- 2022: Změna právní formy na akciovou společnost v souvislosti s IPO na trhu START BCPP. Firma získala z IPO 678 mil. Kč.
- 2022: Přístavba nové haly, rozšíření výrobních kapacit

- 2023: Nákup tří budov a pozemků o rozloze 7000 m<sup>2</sup> v blízkosti výrobního areálu pro budoucí rozšíření výroby
- 2023: Oznámení plánu expanze do USA a Mexika, plánovaný přechod na hlavní trh BCPP

## Organizační struktura a akcionářská struktura

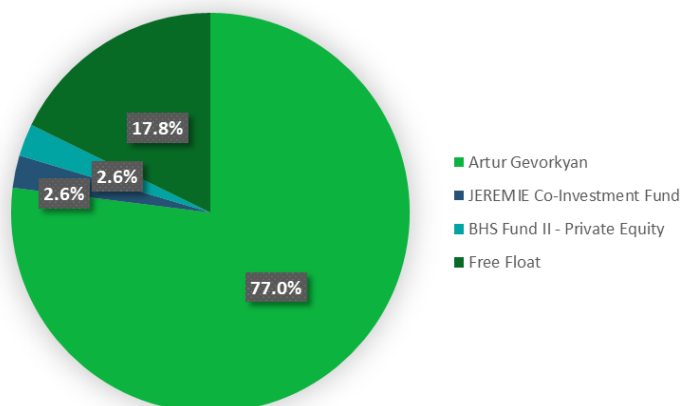
GEVORKYAN a.s. je slovenskou akciovou společností, jež vlastní výrobní závod ve Slovenské Vlkanové. Firma ke konci roku 2022 neměla dceřiné společnosti ani zahraniční pobočky, nicméně v letošním roce oznámil management plánovanou expanzi do Mexika a USA, což patrně povede k rozšíření organizační struktury.

### Akcionářská struktura společnosti

Základní kapitál společnosti představuje 16 657 272 kusů akcií s nominální hodnotou 1 EUR. Podle údajů ke konci roku 2022 je majoritním akcionářem zakladatel a ředitel společnosti Artur Gevorkyan se 77% akcií. Dalšími akcionáři jsou JEREMIE Co – Investment Fund s.r.o., jež drží podíl 2,6% a BHS Fund II – Private Equity s podílem 2,6%. Podíl volně obchodovaných akcií tvoří 17,8% z celkově vydaných akcií.

Ředitel společnosti a majoritní akcionář Artur Gevorkyan je rovněž výhradním vlastníkem spřízněné společnosti GPM Tools, s.r.o., jež je hlavním dodavatelem společnosti GEVORKYAN (podle údajů z roku 2021 cca 8,6% všech dodávek). GPM Tools se zabývá výrobou forem pro práškovou metalurgii. A. Gevorkyan je rovněž 100% vlastníkem české společnosti GEVORKYAN CZ, s.r.o., jež byla založena v roce 2021 za účelem emise dluhopisů a od níž GEVORKYAN a.s. čerpá půjčku z prostředků této emise a je zároveň ručitelem za závazky této české společnosti.

### Akcionářská struktura společnosti ke konci roku 2022



Zdroj: Výroční zpráva GEVORKYAN 2022, ČS Research

## Corporate governance

**Obchodní vedení společnosti vykonává představenstvo**, které má jednoho člena, jímž je zakladatel a majoritní akcionář společnosti Artur Gevorkyan. Člena představenstva volí a odvolává valná hromada s pětiletým funkčním obdobím.

Artur Gevorkyan vystudoval Leteckou vojenskou akademii se zaměřením na konstrukci letadel v Charkově na Ukrajině. V letech 1989 až 1996 byl majitelem první soukromé společnosti zaměřené na výrobu v oblasti práškové metalurgie na Ukrajině s názvem Bumerang. Od roku 1997 je jednatelem a většinovým majitelem společnosti GEVORKYAN.

**Dozorčí rada je kontrolním orgánem společnosti.** Má tři členy, jimiž jsou Ing. Andrej Bátovský, Robert Gevorkyan a Denisa Kvasnová. Dozorčí radu volí valná hromada s pětiletým funkčním obdobím.

**Ing. Andrej Bátovský** je vedle člena dozorčí rady rovněž finančním ředitelem společnosti. Ve společnosti začal pracovat v roce 2006 ve výrobě a následně v obchodu, kontrolingu či účetnictví. Využívá tak dlouholeté zkušenosti z několika oddělení společnosti a zároveň je zodpovědný za vnitropodnikovou finanční efektivitu procesů a výrobních postupů.

**Robert Gevorkyan** je vedle člena dozorčí rady manažerem kvality. Ve firmě působí více než 20 let na různých pozicích ve výrobě a administrativě. Je odpovědný za kvalitu vyráběných surovin a za kvalitu a nastavení a dodržování všech procesů ve společnosti.

**Denisa Kvasnová** je vedle členky dozorčí rady rovněž manažerkou výrobního controllingu. Ve společnosti začala pracovat v roce 2005 jako operátor na pecích, později se stala vedoucí výroby.

Společnost nemá jiné vrcholové manažery než členy představenstva a dozorčí rady. Společnost nemá schválen program zaměstnaneckých akcií.

## Strategie a cíle

**GEVORKYAN se profiluje jako vývojový a výhradní dodavatel pro většinu svých klientů v oblasti práškové metalurgie.** Tedy na základě zadání požadavků a ve spolupráci se zákazníkem vyvíjí výrobky, jež následně na základě dlouhodobých smluv (typicky 8-10let) pro klienta vyrábí. Zákazníci se podílí na úhradě vývoje zadaných výrobků, firma také klientům poskytuje otevřenou produkční kalkulaci výrobků a je její strategií přenášet na klienty změny cen materiálových vstupů.

**Vzhledem ke zmíněné strategii společnost věnuje velkou pozornost výzkumu a vývoji**, kde bylo historicky alokováno cca 10% zaměstnaneckých kapacit. Podle dat z roku 2022 firma ročně vyvíjela 150 nových výrobků s celkovým portfoliem kolem 2000 výrobků. Měsíčně vyráběla 5 milionů součástek. Firma obdržela řadu ocenění. Například v roce 2018 obdržela od Evropské asociace práškové metalurgie (EPMA) nejvyšší ocenění za nejnovativnější řešení v práškové metalurgii. Výrobní

know-how firmy je reflektováno i v rozvaze v rámci ocenitelných práv v nehmotném majetku ve výši 11 mil. EUR ke konci roku 2022.

**GEVORKYAN ve výrobě využívá kombinaci čtyř výrobních metod práškové metalurgie** kde vedle klasické práškové metalurgie využívá i novější metody jako je vstřikování kovových prášků (angl. metal injection molding (zkr. MIM), izostatické lisování za tepla ( angl. hot isostatic pressing (zkr.HIP) a aditivní výrobu resp. 3D tisk pomocí kovových prášků ( angl. additive manufacturing (zkr.AM). Použití všech technologií v rámci jednoho provozu firmě dává konkurenční výhodu, zejména v evropském regionu.

Firma plánuje do budoucna rozvíjet produkci pomocí aditivní výroby, jakožto relativně nové oblasti, jež je nyní v odvětví PM nejrychleji rostoucí technologií, např. v leteckém průmyslu, medicíně ale i v robotizaci.

**Společnost zejména v posledních letech významně investuje do modernizace a rozšiřování výroby**, což pomáhá i růstu výrobní provozní efektivity. V roce 2022 spustila 27 robotických pracovišť s univerzálním použitím, jež lze přemisťovat mezi odděleními, což zvýšilo flexibilitu práce a snížilo mzdové náklady. Management se snaží snížit riziko výpadku či cenových výkyvů dodávek materiálů a energií investováním do vlastní trafostanice, generátorů dusíku a vodíku a připravuje instalaci solární elektrárny o výkonu 1 MW na střechách firemních provozů.

**GEVORKYAN dlouhodobě registruje silný přebytek poptávky nad svými produkčními kapacitami**, kdy díky využití technologií práškové metalurgie dokáže zákazníkům ušetřit významné náklady. Firma uvádí, že oproti slévárenské výrobě dokáže ušetřit až 70% výrobních nákladů.

V poslední době poptávku podporuje také **trend nearshoringu** a přiblížení výroby do Evropy a USA z Asie, které iniciovaly problémy v dodavatelských řetězcích během koronavirové pandemie. Společnost proto plánuje vybudovat skladové a finišovací výrobní kapacity v Mexiku a USA. Jádro výrobních operací má ale zůstat na Slovensku.

**Začátkem září společnost oznámila záměr do konce roku 2023 přejít z trhu START Burzy cenných papírů Praha na hlavní trh PRIME.** Zároveň diskutuje možnosti duálního listingu s Burzou cenných papírů v Bratislavě.

## Regulace

GEVORKYAN se jako slovenská akciová společnost řídí zejména právními předpisy Slovenské republiky a EU. Společnost nemusela ke své činnosti získat žádná zvláštní povolení. Jako průmyslový podnik musí GEVORKYAN ve zvýšené míře dbát na aspekt dopadů svého podnikání na životní prostředí. Společnost uvádí, že recykluje více než 90% svého odpadu.

Podnikání společnosti mohou ovlivňovat zejména legislativní změny v rámci EU v souvislosti s plánem na snižování emisí skleníkových plynů, tzv. Green deal. To se týká zejména cíle na snížení počtu automobilů se spalovacími motory, přičemž tržby z automobilového průmyslu tvoří největší část příjmů. Dále se to může týkat možnosti zavedení cel za uhlíkovou



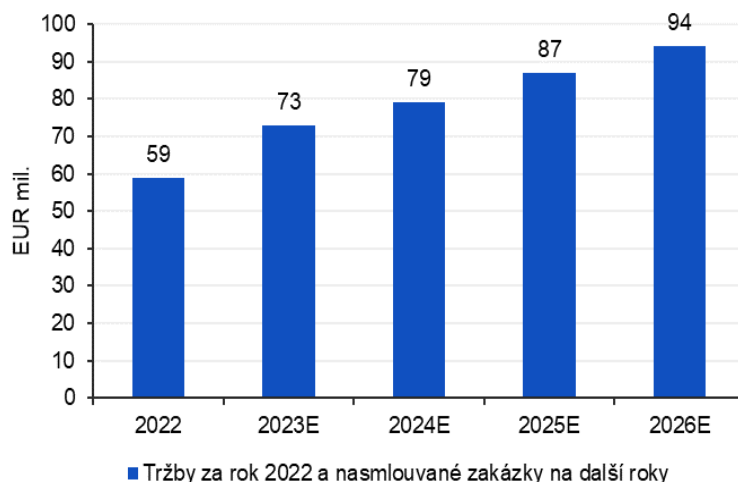
stopu dovážené oceli, hliníku či železa do EU jejichž implementace by měla začít letos či v příštím roce.

Společnost je držitelem řady certifikátů v oblasti zpracování kovů a práškové metalurgie. V tomto ohledu je předmětem pravidelných auditů, jež musí plnit k prodloužení platnosti certifikátů. Nesplnění auditů by mohlo mít za následek ohrožení reputace a ztrátu zákazníků.

## Historie hospodaření

Od roku 2010 společnosti vzrostly tržby z 4,7 mil. EUR na 59 mil. EUR v roce 2022. **Mezi roky 2017 a 2022 rostly tržby tempem 15,5% CAGR.** To bylo podporováno investicemi do rozšiřování výroby a zvyšováním produktivity také pomocí automatizace a robotizace při silné zákaznické poptávce. Díky investicím z let 2019 a 2020 vzrostla firmě výrobní kapacita o 30-35%. Z business modelu firmy vyplývá **vysoká míra nasmlouvaných dlouhodobých zakázek.** K říjnu 2023 měla firma nasmlouvané zakázky pro rok 2023 ve výši 73 mil. EUR s růstem v dalších letech až na 94 mil. EUR pro rok 2026.

### Nasmlouvané zakázky

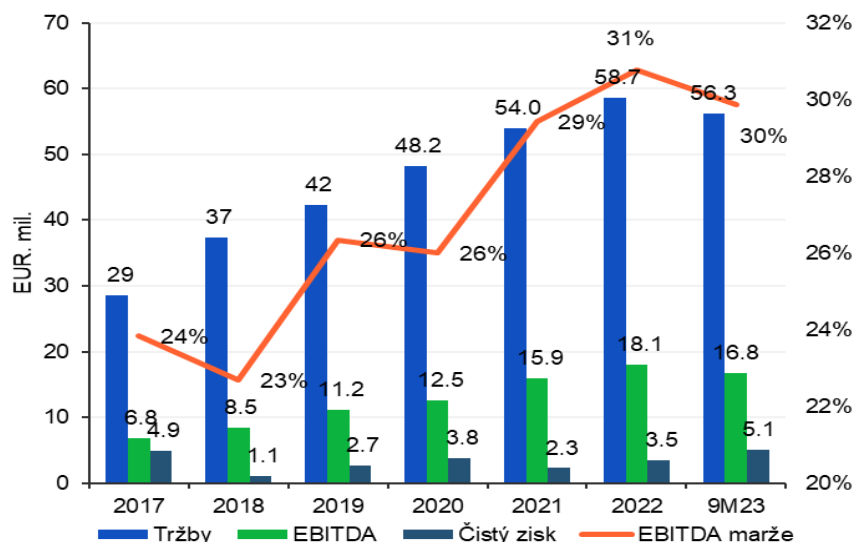


Zdroj: GEVORKYAN; Česká spořitelna Research

Za prvních 9 měsíců roku 2023 rostly tržby tempem cca 38% r/r a EBITDA o 37% r/r na 16,8 mil. EUR s pozitivním vlivem výrazného navyšování výrobních kapacit díky investicím prostředků získaných z IPO v roce 2022.

**EBITDA rostla mezi roky 2017 a 2022 tempem 21,5% CAGR**, tedy vyšším než tržby, a dosáhla 18 mil. EUR s marží 31%. Tento růst byl dán vedle růstu tržeb zvýšením provozní efektivity (hlavně úsporami z rozsahu a vyšší automatizací), jež se promítla do růstu EBITDA marže z 24% na 31%. Podíl materiálových a energetických nákladů vůči tržbám klesl z 64% na 56% a podíl osobních nákladů klesl z 11% na 8%.

## Vývoj tržeb a EBITDA



Zdroj: GEVORKYAN; Česká spořitelna Research

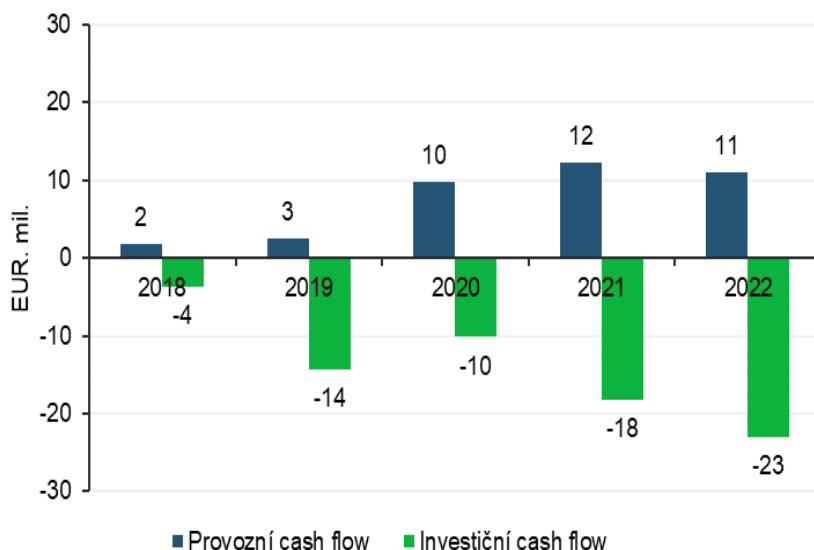
Čistý zisk od poklesu v roce 2018 postupně roste. Ve srovnání s rokem 2017 je nyní na podobné úrovni, když se zde promítají rostoucí odpisy s investicemi do výrobních kapacit a rostoucí finanční náklady na financování těchto investic (finanční náklady vzrostly z 1,6 mil. EUR v roce 2017 na 4,8 mil. EUR v roce 2022).

## Cash flow

GEVORKYAN byl při silném růstu tržeb a provozního zisku schopen dosahovat kladného provozního cash flow. Provozní CF sice v roce 2022 kleslo, nicméně zejména kvůli negativnímu vlivu změn pracovního kapitálu, především růstu zásob. Konverzní poměr provozního cash flow/EBITDA se v posledních 5 letech pohyboval kolem 35%. Firma byla celkově schopna financovat růst pracovního kapitálu z provozního cash flow. Čistý pracovní kapitál se posledních 5 letech pohyboval v průměru kolem 30% tržeb, kdy firma musí držet obezřetnostní zásoby materiálů na několik měsíců.

GEVORKYAN jako průmyslová firma podniká v investičně náročném prostředí, což se spolu s růstovými ambicemi odráží také do vysokých kapitálových investic. Ty se od roku 2018 pohybovaly v průměru na více než 30% z tržeb. Tyto investice byly částečně kryty provozním cash flow, částečně růstem zadlužení a v roce 2022 prostředky z IPO.

## Vývoj provozního a investičního cash flow



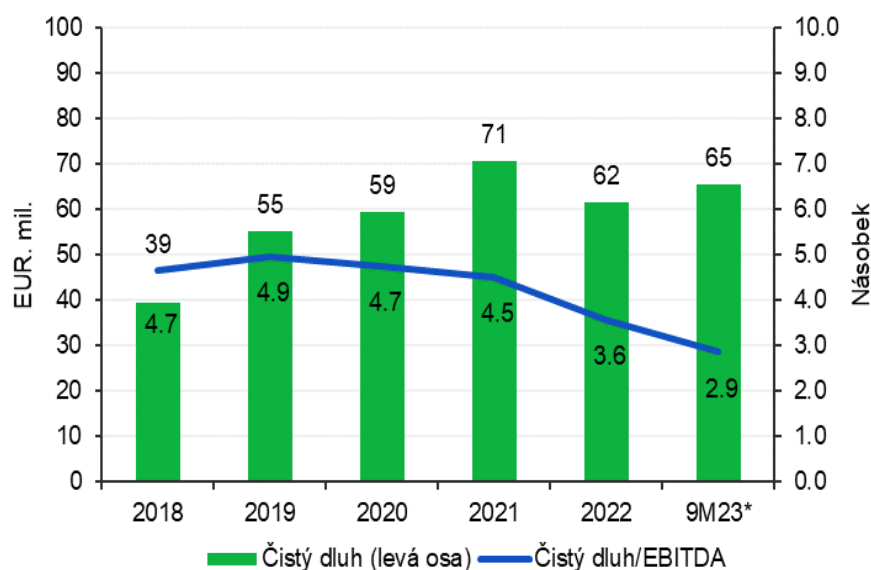
Zdroj: GEVORKYAN; Česká spořitelna Research

### Zadlužení

Čisté zadlužení bylo na konci roku 2022 ve výši cca 62 mil. EUR, ke třetímu čtvrtletí 2023 pak 65,4 mil. EUR. Pokles zadlužení v roce 2022 odráží příjem prostředků z IPO ve výši 27,4 mil. EUR. V předchozích letech zadlužení rostlo s potřebou financování investic do modernizace a rozšíření výroby.

**Peněžní prostředky** na konci roku 2022 byly ve výši 2,7 mil. EUR. Výše k 3.čtvrtletí nebyla zatím zveřejněna.

### Vývoj zadlužení



Zdroj: GEVORKYAN; Česká spořitelna Research; \*čistý dluh ke konci 3.kvartálu vztažen vůči výhledu managementu na EBITDA pro rok 2023

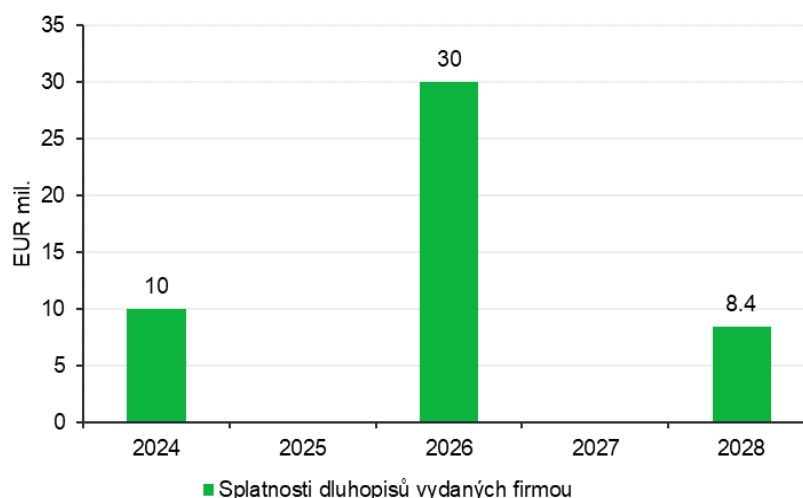
**Poměr čistého zadlužení/EBITDA** se dříve pohyboval na relativně vyšší úrovni mezi 4-5 násobkem. V roce 2022 a dále v průběhu roku 2023 poměr zadlužení klesl, nejdříve díky prostředkům z IPO a následně díky růstu

EBITDA. Společnost podle výroční zprávy za rok 2022 neplnila kovenant k části úvěrů ohledně koeficientu krytí dluhové služby nad 120%. Ostatní kovenanty, čistý dluh/EBITDA pod 4,5x a podíl vlastního kapitálu nad 30%, firma k těmto závazkům plnila.

Údaje ke konci 3.kvartálu nejsou dostupné. Vzhledem k růstu EBITDA ke konci 3.čtvrtletí 2023 poklesl ukazatel čistý dluh/EBITDA, předpokládáme tedy, že i ostatní ukazatele zadlužení a obsluhy dluhové služby se vylepšily.

Dluh společnosti je tvořen zejména **dluhopisy**, bankovními úvěry a leasingovými závazky. Dluhopisy tvořily na konci roku 2022 asi 49 mil. EUR závazků firmy, z toho 30 mil. bylo tvořeno dluhopisem se splatností v roce 2026 a úrokovou sazbou 4,5%, jež vydala česká společnost GEVORKYAN CZ, s.r.o., ovládaná majoritním akcionářem a ředitelem A.Gevorkyanem. Společnost GEVORKYAN a.s. tyto prostředky od české spřízněné firmy čerpá jako půjčku a ručí za její závazky. Dalším závazkem je dluhopis s jmenovitou hodnotou 10 mil. EUR se splatností v roce 2024 a úrokovou sazbou 4,7%. Třetím byl dluhopis se jmenovitou hodnotou 209,4 mil., Kč se splatností v červenci letošního roku a GEVORKYAN jej refinancoval novým dluhopisem ve výši 205 mil. Kč s úrokovou sazbou 8,5% a splatností v roce 2028.

#### Splatnosti vydaných dluhopisů společnosti



Zdroj: GEVORKYAN; Česká spořitelna Research

\*Hodnota v grafu pro dluhopis se splatností v roce 2028 přepočtena do EUR aktuálním kurzem, nominální hodnota je v CZK.

Další závazky byly na konci roku 2022 tvořeny **bankovními úvěry** ve výši cca 7,5 mil. EUR, kde kolem 75% těchto úvěrů mělo úrokovou sazbu 3M EURIBOR +2,3%. **Finanční leasing** tvořily závazky ve výši asi 8 mil. EUR, použity byl především na financování lisů, pecí, automobilů.

**Společnost nevyplácí dividendy** a podle vyjádření managementu to ve střednědobém horizontu neplánuje, kde prioritou zůstává pokračující růst firmy.

## Popis trhu práškové metalurgie

**Hlavní technologickou výhodou práškové metalurgie** oproti tradičnímu slévárenství je **možnost velmi flexibilně ovlivnit chemické složení materiálu** a díky tomu získat materiály a výrobky s požadovanými mechanickými a fyzikálními vlastnostmi pro konkrétní účel (např. otěruodolnost, žárupevnost, pórovitost.). Toho je dosaženo díky mísení prášků kovů i s velmi rozdílnými teplotami tavení či kombinací kovů a kovových sloučenin (karbidy) i s nekovovými látkami v různých poměrech, což by při tavení ve slévárenství bylo velmi obtížné či nemožné. Pomocí PM se také téměř výhradně zpracovávají kovy s vysokou teplotou tavení jako je Wolfram či Molybden, které jsou jinak obtížně zpracovatelné.

Další technologickou výhodou je možnost výroby přesných součástí se složitými tvary s malou či žádnou potřebou dalšího opracování a malým objemem odpadu při výrobě, s možností další recyklace odpadu. Od toho se odvíjí také **ekonomická výhodnost PM s vyšší výkonností výroby v porovnání s většinou obráběcích metod**, vysoké možnosti automatizace výroby, nižší spotřeby energie a úspory materiálu.

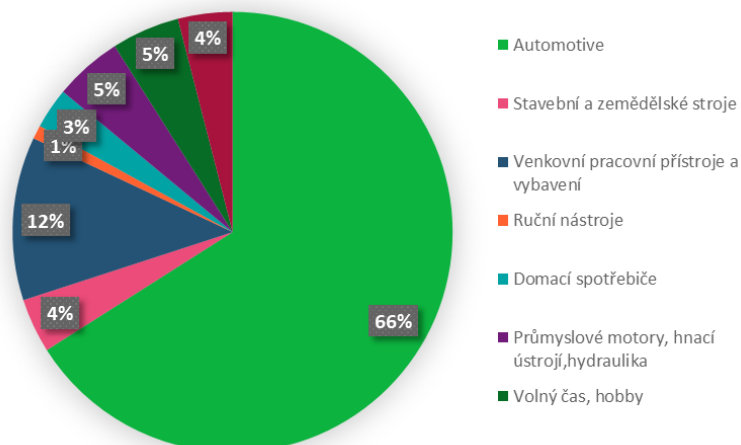
**Nevýhodou metody** jsou omezení ve velikosti výrobků, jež jsou dány možnostmi lisovací techniky a zákony šíření tlaku v prášku. Omezením je obecně i menší hustota výrobků než při slévání, a tedy obecně menší dosažitelná tahová pevnost výrobků, i když pokračující vývoj tyto hranice posouvá. Z ekonomického hlediska je zde vyšší pořizovací cena přístrojů potřebných k výrobě (lisy, sintrovací pece).

**V rámci práškové metalurgie lze vymezit dvě hlavní skupiny použití. První jsou tzv. tvrdé materiály**, tedy komponenty obtížně vyrobitelné jinými metodami, jež jsou například složené z odolných kovů jako Wolfram či Karbid wolframu (nejvíce používaný) či Molybden. Příkladem použití jsou vrtáky pro hloubení ropných vrtů. Vedle toho jsou v rámci PM vyráběny téměř výhradně také komponenty z tvrdých či měkkých magnetů, porézní ložiska či filtry.

**Další skupinou jsou komponenty vyrobitelné i jinými metodami zpracování kovů** jako slévárenství či kování, nicméně jejich výroba může být při užití PM ekonomičtější. Zde uplatnění směřuje zejména do automobilového průmyslu, jež využívá levnější výroby komponentů pomocí práškové metalurgie a možnosti lehčí váhy těchto komponentů, což je žádané k redukci spotřeby pohonných hmot.

Podle PMPA v roce 2021 tvořily konvenční součástky práškové metalurgie pro automobilový průmysl 66% odbytu odvětví, následováno menším podílem další oblastí.

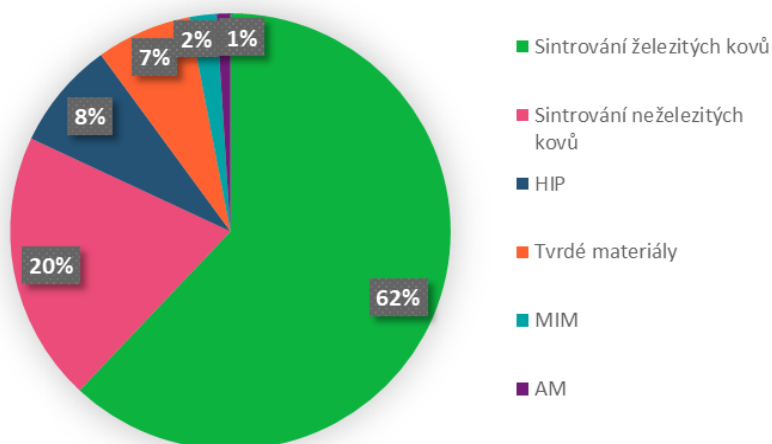
### Segmentace konvenčního trhu s práškovou metalurgií za rok 2021



Zdroj: Metal Powder Industries Federation (MPIF), Powder Metallurgy Parts Association (PMPA), ČS Research

Z hlediska podílu jednotlivých technologií práškové metalurgie dle hmotnosti produkce je v odvětví dlouhodobě dominantní konvenční prášková metalurgie s pomocí lisování a sintrování. Data EPMA ukazují rozdělení za rok 2021 na evropském trhu s celkovou tonáží výroby 229tis. tun. Z hlediska hmotnosti jsou největší skupinou výrobky ze železitých kovů (zejména oceli), i když jejich podíl za poslední roky relativně klesá s rozvojem nových technologií, oblastí použití a rostoucí specializací. Aktuálně je nejvíce rostoucí oblast aditivní výroby či 3D tisku, jež se začala rozvíjet více teprve před deseti lety, i když z celkových objemů představuje zatím minimální podíl.

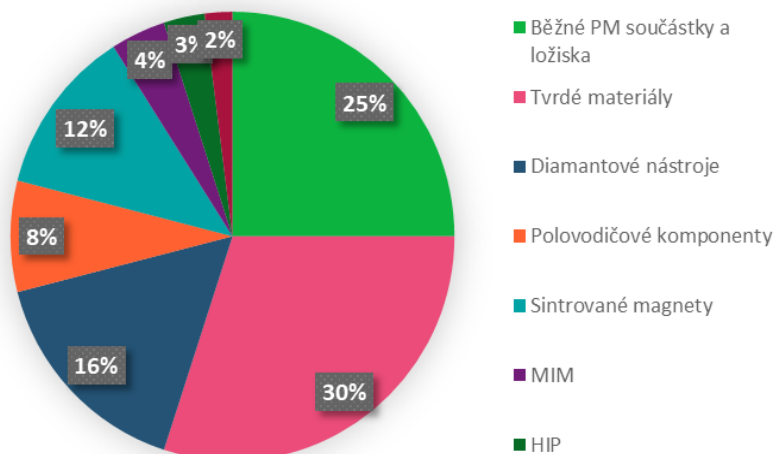
### Výroba komponent práškové metalurgie v Evropě dle tonáže jednotlivých technologií za rok 2021



Zdroj: European Powder Metallurgy Association (EPMA), ČS Research

Z pohledu struktury tržeb v rámci odvětví dle jednotlivých oblastí podle dat EPMA v Evropě v roce 2021 tvořily největší část tvrdé materiály se 30% podílem. Následují sintrované součástky a ložiska s 25% a dále pak diamantové nástroje s 16% podílem (např. pro velmi tvrdé vrtné soupravy).

### Segmentace trhu s PM v Evropě dle velikosti tržeb v rámci jednotlivých technologií za rok 2021



Zdroj: EPMA, Česká spořitelna Research

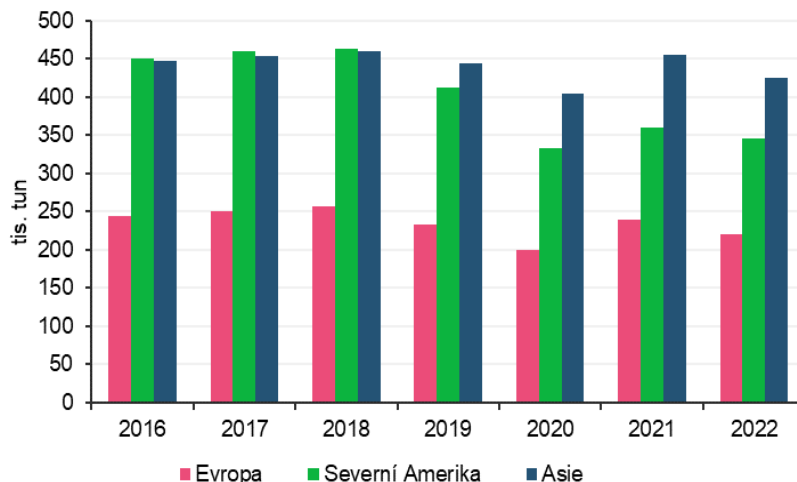
Tvrdé materiály a diamantové nástroje tak tvoří většinu trhu i přesto, že z objemového hlediska představují malý podíl, což je dáno vysokou cenou vstupních materiálů.

### Výhled na vývoj trhu

**Globální trh s metalurgickými prášky v roce 2022 dosáhl podle agregovaných dat odvětvových asociací cca 1 milionu tun, meziročně o 6% níže.** Pro srovnání, globální trh s ocelí v roce 2022 dosáhl 1785 milionů tun. Hodnotu globálního trhu s komponentami vyrobenými práškovou metalurgií odhadujeme na nejméně 40 mld. USD. Trh v Evropě dle dat EPMA dosáhl v roce 2022 cca 13 mld. EUR, a od roku 2017 rosti tempem mírně přes 2% CAGR. Tento růst byl podporován růstem cen, zatímco objemy výroby dle hmotnosti použitého materiálu poklesly.

Výroba loni poklesla i v regionech Severní Ameriky a Asie, jež dohromady s Evropou tvoří drtivou většinu globálního trhu s PM. Z dlouhodobého pohledu kombinovaný trh z hlediska tonáže vyrobených prášků v těchto regionech poklesl od roku 2017 do roku 2022 asi o 15%, přičemž trh v USA klesal nejvíce, o 25%. Evropa o 12% a Asie relativně nejméně o 6%.

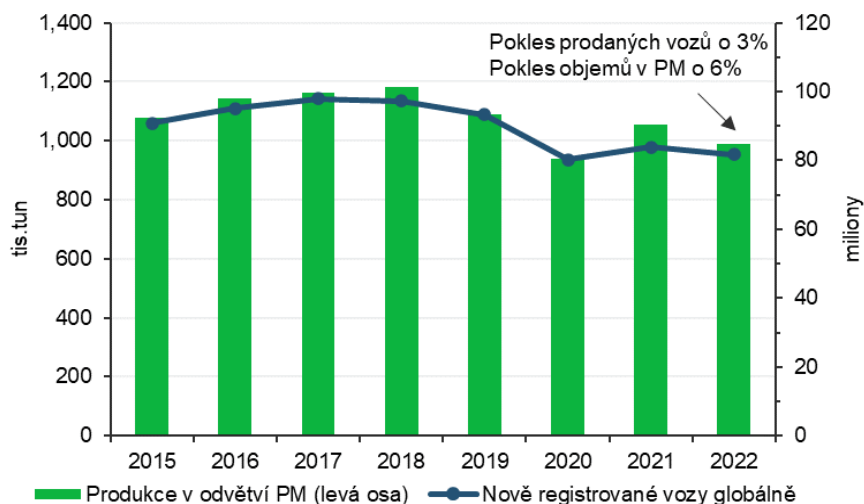
### Vývoj produkce na trhu s práškovou metalurgií v Evropě, Asii, Severní Americe



Zdroj: EPMA, MPIF, APMA Česká spořitelna Research

Za hlavní důvod tohoto vývoje lze považovat pokles na automobilovém trhu, kdy prodané objemy z dosavadního historického vrcholu v roce 2017 mírně pod 100 mil. kusů klesly do roku 2022 o 16,5% na 82 mil. kusů. Pokles automobilového trhu nastal zejména v roce 2020 kvůli pandemii COVID-19 s následným určitým oživením v roce 2021. V roce 2022 následoval opět pokles kvůli oslabování na straně poptávky, s inflačními tlaky na kupní sílu spotřebitelů, zatímco problémy v dodavatelských řetězcích se uvolňovaly.

#### Vývoj produkce v odvětví práškové metalurgie ve srovnání s registrací nových vozidel



Zdroj: EPMA, MPIF, APMA, ACEA, Česká spořitelna Research

Pro letošní rok je očekáván růst objemu prodeje na automobilovém trhu kolem 6% k 87 mil. kusů. Podle prognózy IHS Market by se měly prodeje automobilů v dalších letech vracet k historickým maximům a do roku 2030 překonat hranici 100 mil. kusů resp. 15% růst oproti očekávaným úrovním pro letošní rok.

**Případný pozitivní vliv růstu prodeje aut, ale bude zřejmě doprovázen negativním vlivem prudce rostoucího podílu elektrifikovaných vozů,**

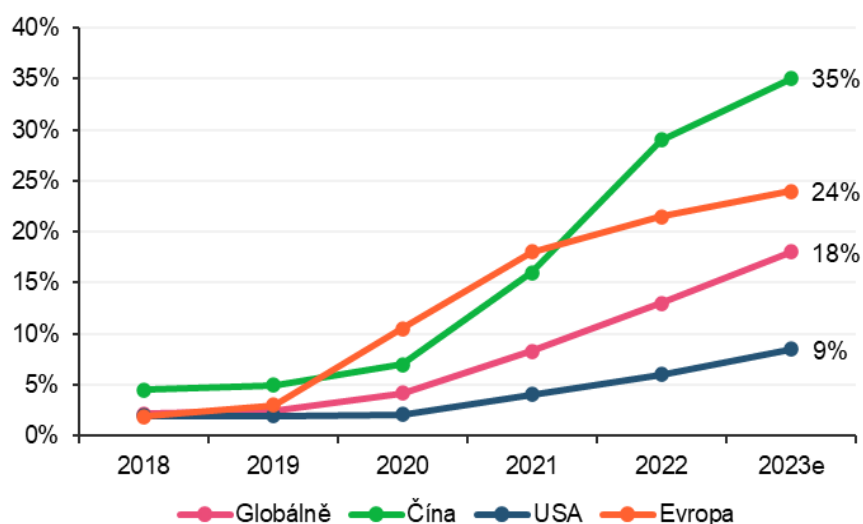


kdy v elektromobilech a hybridech je požíván výrazně nižší objem výrobků z práškové metalurgie

Podle Japan Metallurgy Association byla v roce 2022 průměrná váha komponentů z PM v jednom vyrobeném voze v Japonsku 9,5 kg, v Evropě 9 kg a v USA až téměř 17 kg (vzhledem ke zdejšímu výrazně vyššímu podílu větších vozů). Průměrná váha PM komponentů v elektromobilech je dle odhadů MPIF cca 2kg (bez baterie) a u plug-in hybridů cca 7kg.

Globální podíl nových vozů s elektrickým pohonem (zde bráno jako čistě bateriové vozy a plug-in hybridy) v loňském roce dosáhl cca 13% a letos se očekává podíl až 18%. Růst byl v posledních letech dramatický zejména v Číně, která je zároveň největším světovým trhem s automobily s 30% podílem na globálním trhu, následovaná USA s asi 17% podílem a EU s 13,5% podílem.

### Podíl elektrických vozů na nově prodaných vozích dle regionů



Zdroj: ACEA; ČS Research; Do této kalkulace nejsou započítávány klasické hybridy, jež používají k nabíjení baterie rekuperace a nelze je externě samovolně dobíjet. Například Evropě se podíl těchto pohonů pohybuje kolem 25%.

Podle výhledu IEA by do roku 2030 mohl vzrůst globální podíl vozů s elektrickým pohonem na 35%, Morningstar odhaduje až 40% podíl. Při celkové velikosti trhu kolem 100 mil. vozů by to znamenalo cca 35-40 mil. elektrických vozů oproti cca 15 mil. vozům očekávaným pro letošní rok. Celkový počet prodaných vozů s ostatními typy motorů (spalovací + klasické hybridy + ostatní) by klesl z letošních cca 71 mil. na 60-65 mil. Takový vývoj by s uvažovanou konstantní výší váhy PM komponentů používaných v jednotlivých typech vozů zmíněných výše, ceteris paribus, implikoval **do roku 2030 pokles roční tonáže práškových komponent v automotive zhruba o 50tis. tun či zhruba o 5% během osmi let.** Pro ilustraci, pokud by celkový trh s automobily do roku 2030 stagnoval a rostl jen podíl elektrických vozů, pokles v PM by mohl být ke 20% během 8. let.

Dá se nicméně také předpokládat, že vývoj v oblasti práškové metalurgie nebude stagnovat a bude do budoucna rozšiřovat možnosti použití komponentů v elektromobilech, a tedy objem použitých komponent na automobil bude proti současnému stavu pravděpodobně růst.

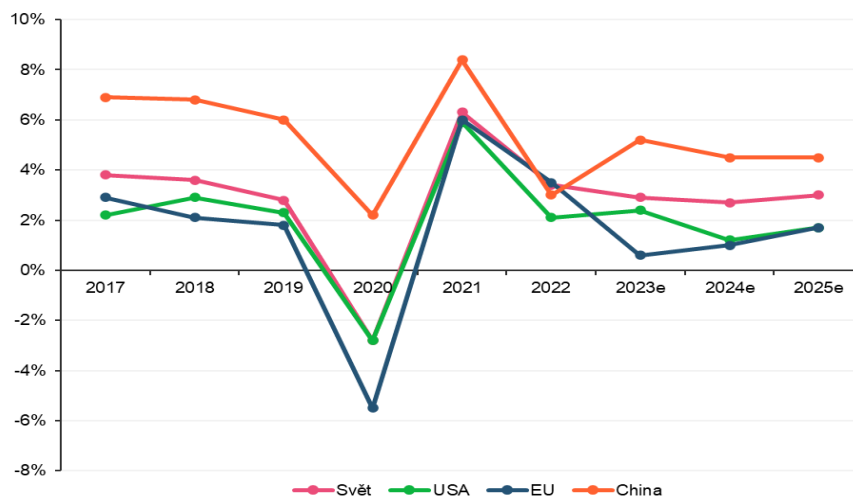
## Aplikace mimo automotive

Více než třetinu odbytu pro práškovou metalurgii z hlediska objemů a **většinou část z hlediska celkových tržeb** nicméně představují jiné oblasti: letecký průmysl, energetický průmysl, zbrojní průmysl, stavební a zemědělské stroje, spotřebitelská venkovní technika, pracovní nástroje, zdravotnictví, elektrotechnika atd. Do budoucna bude podíl aplikací PM v oblastech mimo automotive růst, z čehož budou těžit firmy, jež dokáží diverzifikovat svou produkci. V rámci práškové metalurgie tak budou benefitovat firmy, jež dokáží vyvinout produkty použitelné např. ve fotovoltaice, větrných zdrojích či v nastupující oblasti energetického využití vodíku. Gevorkyan má již nyní příznivou diverzifikovanou strukturu produkce, když segmenty mimo automotive na ní mají okolo 70% podílu.

## Výhled na ekonomický vývoj

Ekonomická aktivita v sektoru výroby podle PMI dat (indexy nákupních manažerů) během letošního roku oslabovala v USA i Eurozóně. Čína zažila prudké oživení v první polovině roku v souvislosti s uvolněním protipandemických opatření, pak se ale oživení zbrzdilo. I tak zde letos dojde proti roku 2022 ke značnému zrychlení růstu celkové ekonomické aktivity. Eurozóna by se letos mohla dostat do technické recese s mírným poklesem HDP ve 3. a 4. kvartále. Mírné oživení by zde nicméně mělo podle výhledu ekonomů ČS přijít v příštím roce s růstem HDP o 1% oproti 0,6% očekávaným v letošním roce.

## Výhled na vývoj HDP



Zdroj: Bloomberg; ČS Research

V USA a Číně se oproti tomu dle konsenzu sestaveným agenturou Bloomberg čeká v příštím roce zpomalení růstu, přičemž v USA na polovinu letošní očekávané úrovně, tedy cca 1,2% a v Číně z úrovně nad 5% k 4,5%. **Globálně je očekáváno mírné zpomalení růstu HDP o dvě desetiny procenta na 2,7%.**

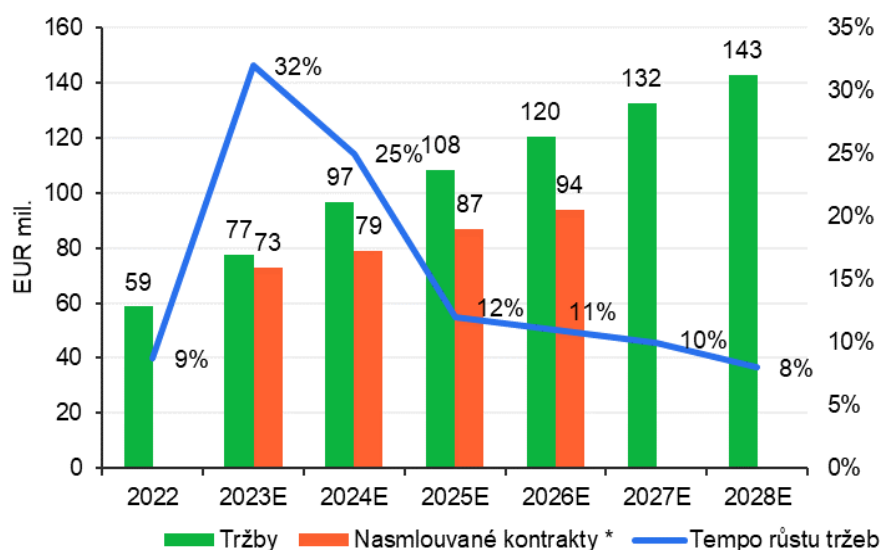
Celkově by tak v letošním roce mělo na trhu s PM dojít k solidnímu oživení zejména díky růstu automobilového trhu, jež ještě těží ze zadržené poptávky z předchozích let kvůli problémům v sektoru. Dokážeme si tak představit růst objemů o střední jednotky procent. V příštím roce odhadujeme v optimistickém scénáři už jen mírný růst o nízké jednotky procent se zpomalením růstu v automotive, kdy vymizí efekt nižší základny z roku 2022 a rovněž s možným zpomalením růstu ekonomik v USA a Číně.

**Ve střednědobém až dlouhodobém horizontu odhadujeme u celého trhu PM stagnaci objemů, přinejlepším nízký růst v jednotkách procent ročně kvůli negativnímu vlivu strukturálních změn v automotive, jenž nicméně budou částečně kompenzovat ostatní oblasti jako obranný průmysl, obnovitelné zdroje či letecký průmysl. Dá se tak předpokládat, že v oblasti práškové metalurgie uspějí firmy, jež dokáží diverzifikovat tržby směrem od automobilového průmyslu.**

## Výhled hospodaření GEVORKYAN

**GEVORKYAN má potenciál i nadále dosahovat výrazně vyšší tempo růstu než celkový trh s práškovou metalurgií, jako tomu bylo v posledních letech.** Pokud se letos naplní zveřejněný výhled firmy na růst tržeb (my čekáme ještě mírně vyšší tržby), mezi roky 2018-2023g bude činit tempo růstu tržeb 18% CAGR. V následujících 5 letech od roku 2024e do roku 2028e pak odhadujeme růst tempem přibližně 13% CAGR na 143 mil. EUR. Výhled managementu firmy na růst tržeb do roku 2026 je na úrovni 115 mil. EUR a myslíme si, že tento výhled může firma překonat. V příštím roce očekáváme růst tržeb kolem 25% r/r díky novým kapacitám, jež firma postavila z prostředků z IPO v roce 2022.

### Výhled na vývoj tržeb



Zdroj: GEVORKYAN; ČS Research; \*dle prezentace z 9.10.2023, po roce 2026 nebyl stav zakázek zatím zveřejněn

**Předpokládáme, že se firmě bude dařit dále růst počet zákazníků a objemy nasmlouvaných dlouhodobých kontraktů**, kdy se vyprofilovala jako spolehlivý dodavatel s vývojovým know-how. **Myslíme si, že GEVORKYANU bude nahrávat jeho více diverzifikované portfolio oproti konkurenci v rámci PM**, tedy zkušenosti s výrobou komponent pro různá odvětví a pomocí různých technologií PM.

V rámci odvětví práškové metalurgie lze pozorovat trend růstu významu novějších technologií jako např. MIM oproti „klasické“ práškové metalurgii a růst významu aplikací mimo historicky jádrový automobilový trh. **GEVORKYAN by měl být relativně odolnější vůči negativnímu trendu rychlého růstu prodeje elektrických vozů na úkor vozů se spalovacími motory**. Společnost nedodává součástky do spalovacích motorů, ale do zámků, elektrických oken, sedadel či řídicích jednotek, které jsou používány i v elektromobilech. Firma již dodává součástky do aut s elektrickým či hybridním pohonem a také například součástky pro dobíjecí stanice. Pro GEVORKYAN je tak v rámci automotive více než podíl elektromobilů relevantní celkový očekávaný růst prodeje aut.

**Ve střednědobém horizontu nicméně vnímáme riziko růstu importů elektromobilů vyráběných v Číně do Evropy a USA**. To znamená růst podílu čínských automobilek na úkor místních výrobců, jimž GEVORKYAN dodává součástky.

**Potenciál naopak vidíme v růstu prodeje v Severní Americe**, kde je trh s práškovou metalurgií nejméně o polovinu větší než v Evropě a GEVORKYANU se zde již v roce 2022 zdvojnásobily tržby a představovaly 23% z celkových prodejů. Ještě v roce 2020 představovaly tržby z USA asi 3%. Management v tomto ohledu také již oznámil plány na rozšíření aktivit USA a Mexiku. Zpočátku zejména skladové kapacity, k naplnění silné poptávky po lokálně dostupných komponentech. To podporuje i tzv. trend nearshoringu, zejména ve smyslu snahy západních firem o přesun dodavatelů z Asie do USA či Evropy k zajištění bezpečnosti dodávek po zkušenostech s problémy v dodavatelských řetězcích z pandemického období.

Podle informací Metal Powder Industries Federation roste poptávka po komponentech z práškové metalurgie v USA znatelně v oblasti zbrojního průmyslu kvůli konfliktu na Ukrajině a globálního růstu zbrojení. GEVORKYAN má zkušenosti s dodávkami např. pro Colt CZ, myslíme si tak, že pro firmu existuje prostor pro růst v tomto segmentu.

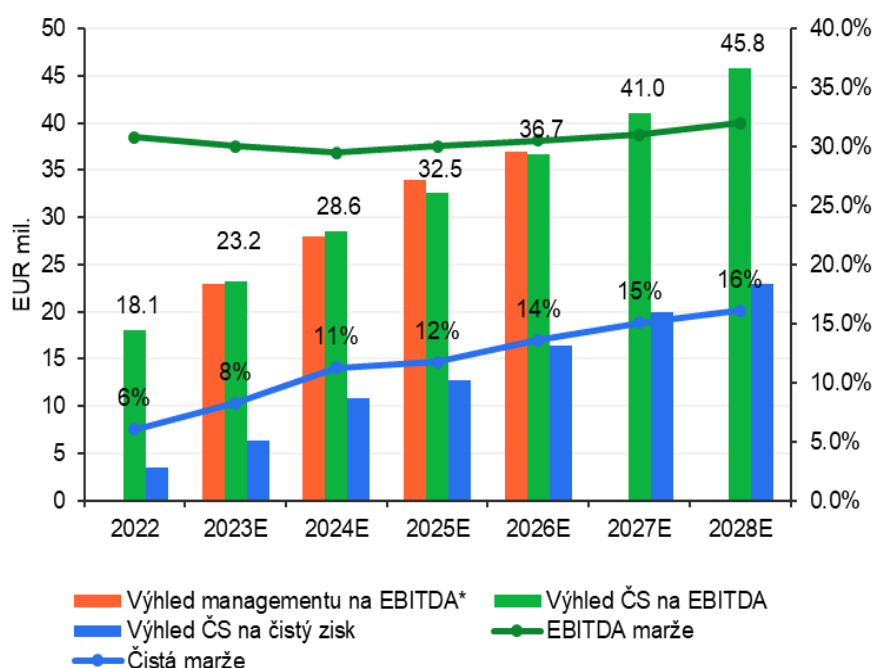
## Výhled na vývoj EBITDA

**Odhadujeme, že EBITDA poroste do roku 2028e tempem blízko 15% CAGR a dosáhne bezmála 46 mil. EUR** díky růstu tržeb a mírného zlepšení marže na 32%. V našich odhadech nepracujeme s výraznějším růstem EBITDA marže, tak jak tomu bylo v minulých letech (růst z 24% v 2017 na 31% v 2022), kdy úroveň robotizace a automatizace se během posledních let ve firmě dostala na relativně vyšší úroveň a prostor pro další růst provozní efektivity již není tak vysoký. V roce 2024e očekáváme mírný meziroční pokles marže kvůli růstu nákladů na energie (firmě končí fixace

v letošním roce) a expanzi aktivit v Mexiku a USA, jež si vyžádá zvýšené počáteční náklady.

V dalších letech konzervativně počítáme s postupným mírným růstem marže. Očekáváme, že firma bude investovat do dalšího růstu kapacit, takže využití kapacit nebude tak vysoké jako v roce 2022, kdy byla kapacita dle firmy zcela naplněna. Růst tržeb s relativní úsporou fixních nákladů by i tak měl poskytovat prostor pro zlepšení marže nad loňské rekordní úroveň. Potenciál na vyšší úroveň provozních marží by v budoucnu mohl pramenit z horizontálního rozšiřování výroby a většího záběru produktové škály.

### Výhled na vývoj EBITDA



Zdroj: GEVORKYAN; ČS Research; \*dle prezentace z 9.10.2023

Vzhledem k tomu, že GEVORKYAN je pro většinu svých zákazníků vývojovým a jediným dodavatelem konkrétního výrobku, má dobrou schopnost přenášet na své zákazníky růst cen vstupů. V roce 2021 společnosti vzrostly ceny materiálu a energií o 20%, EBITDA marže ale i tak vzrostla z 26% nad 29%. Do budoucna tak předpokládáme, že firma bude schopna na zákazníky přenášet minimálně větší část případného růstu cen vstupů a bude tedy schopna udržet vysokou úroveň marží, v porovnání s průměrem v odvětví.

Vzhledem k rostoucímu podílu prodeje do USA se bude zvyšovat riziko kurzového vývoje. Výhledově bychom nicméně výrazný negativní dopad do výsledků společnosti nečekali, kdy nepředpokládáme, že by euro vůči dolaru významně posilovalo a firma má částečně přirozený hedging skrze odběry materiálů z USA.

**Na úrovni čistého zisku očekáváme výraznější procentuální růst než u EBITDA, s růstem na 23 mil. EUR do roku 2028e (+28% CAGR) vzhledem k odhadovanému zlepšení čisté marže s relativním poklesem**

podílu úrokových nákladů ale i odpisů na tržbách. S rostoucím ziskem a provozním cash flow si dle našich odhadů nebude muset firma na další růst půjčovat v nejbližších letech do takové míry jako v minulosti, a naopak postupně začne úročené závazky snižovat.

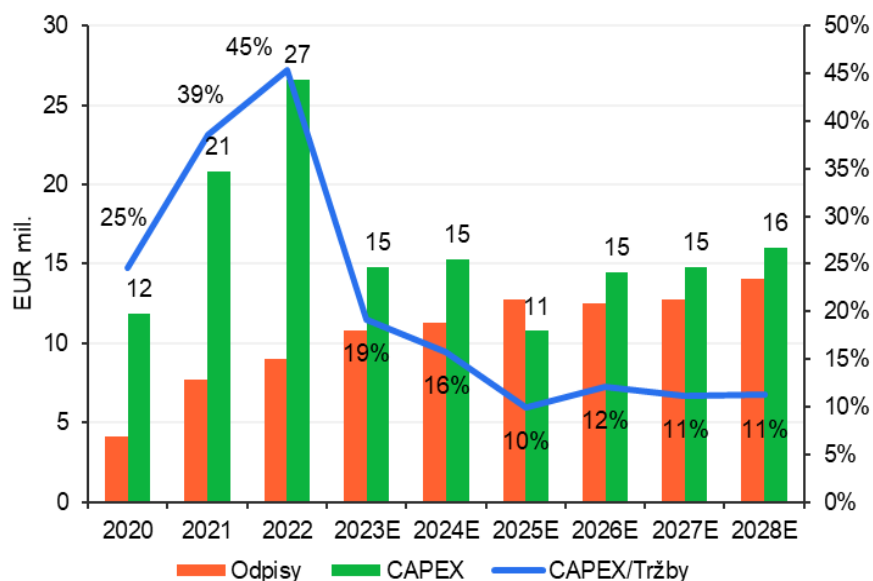
## Prognóza CAPEX

GEVORKYAN se jako průmyslová firma pohybuje v investičně náročném odvětví a nadto v posledních letech hodně investovala do modernizace a rozšíření výroby včetně automatizace a robotizace. Průměrný podíl kapitálových investic na tržbách tak v posledních 5 letech byl kolem 30% resp. v průměru 16 mil. EUR ročně a management plánuje v růstových investicích pokračovat.

Firma již oznámila plány na expanzi v Mexiku a USA do skladových kapacit či finišovacích procesů, kde by měly zvýšené investice začít probíhat od příštího roku. Letos rovněž koupila tři starší budovy v bezprostředním sousedství výrobního areálu společnosti, kam lze rozšířit výrobu. V plánu na roky 2024/2025 dále uvádí možnou výstavbu nové haly ve výrobním areálu a chystá výstavbu solární elektrárny na střeše budov podniku s kapacitou 1 MW.

**V našich odhadech pracujeme s výhledem na investice v průměru 14 mil. EUR ročně (13% ročně z tržeb) do roku 2028.** To je v průměru o něco méně než v uplynulých pěti letech, jež zahrnují i velmi vysoké investice do růstu kapacit díky prostředkům z IPO v roce 2022. V příštím roce vzhledem k avizované expanzi v USA a Mexiku počítáme s podobnou výší investic jako letos, kdy firma např. nakupovala budovy v okolí areálu. Po nižší míře investic v roce 2025 kalkulujeme od roku 2026 s opětovně vyššími výdaji na zvýšení výrobních kapacit na Slovensku k podpoře růstu tržeb v dalších letech.

## Kapitálové investice a odpisy



Zdroj: GEVORKYAN; ČS Research

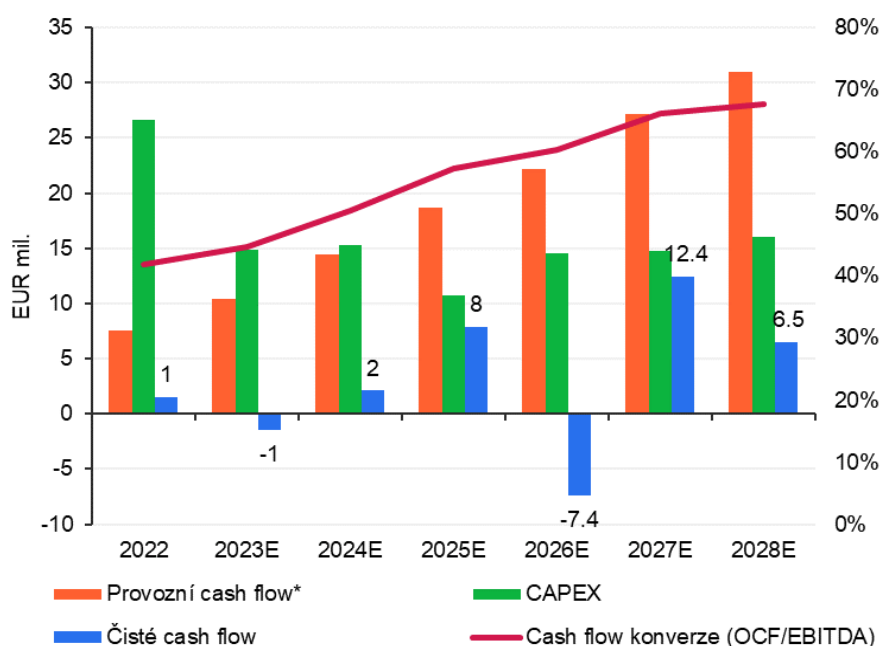
Podle našeho výhledu by firma měla být schopna ufinancovat takovou míru investic postupně zcela z provozního cash flow i když v letošním a příštím roce částečně ještě pomocí růstu dluhu asi o 6 mil. EUR na 70 mil. EUR ke konci roku 2024.

**V našich odhadech nyní nepracujeme se získáním kapitálu prostřednictvím sekundárního úpisu akcií, i když management uvedl, že by v následujících letech mohlo k takovému kroku dojít.** Vedle prostředků na investice může být sekundární úpis případně spojen i se splacením dluhopisů, v roce 2024 má splatnost dluhopis ve výši 10 mil. EUR a v roce 2026 pak největší dluhopis firmy s nominální hodnotou 30 mil. EUR. S rostoucí velikostí firmy a tržního podílu v rámci odvětví PM se bude ale otevírat možnost i pro případné akvizice. Management zatím v tomto ohledu bližší plány nekomunikoval, nicméně ani takový krok nelze vyloučit. V tom případě by se nabízela možnost sekundárního úpisu akcií k získání potřebného kapitálu.

### Prognóza cash flow

Spolu s nastíněným růstem provozního zisku by mělo růst i provozní cash flow, kde očekáváme do roku 2028 překročení 30 mil. EUR. V našich odhadech začne provozní cash flow plně pokrývat CAPEX od roku 2025. Do našich odhadů provozního cash flow započítáváme poměrně vysokou náročnost růstu tržeb na provozní kapitál s růstem PK v průměru 7 mil. EUR za rok (v posledních 5 letech v průměru cca 5 mil. EUR ročně). To odráží i zvýšenou potřebu zásob, kdy firma musí vytvářet na nové kontrakty dostatečné rezervy materiálů, aby jako často výhradní dodavatel pro své klienty mohla pokračovat ve spolehlivých dodávkách i při případných výpadcích od dodavatelů. Zároveň firmě rostly rychleji pohledávky než závazky z obchodních vztahů, což předpokládáme i do budoucna.

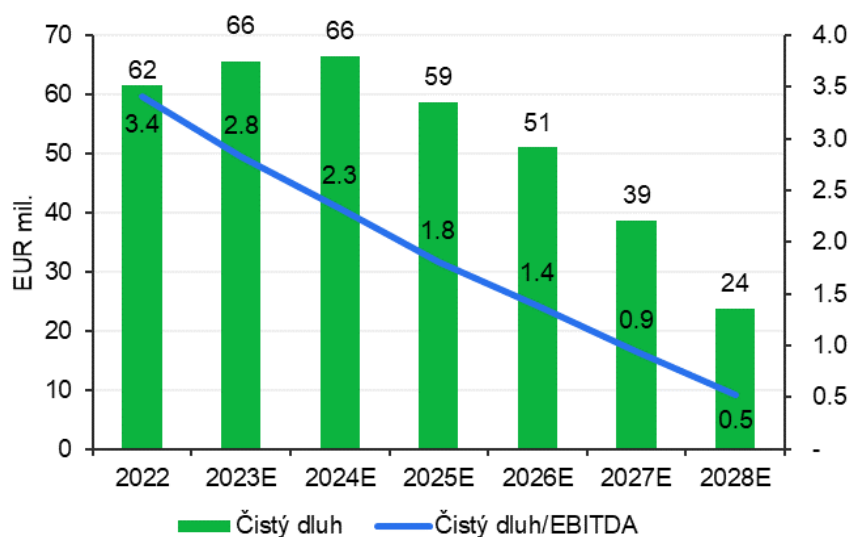
### Výhled na cash flow



Zdroj: GEVORKYAN; ČS Research; \*Po úrokových nákladech

Ve výhledu na celkové cash flow počítáme se splacením poloviny z 30 mil. EUR dluhopisu se splatností v roce 2026 z vlastních prostředků a s refinancováním druhé poloviny novou emisí dluhopisů, z čehož vyplývá celkový pokles finančních prostředků v roce 2026. Následně pracujeme se splacením dluhopisu 205 mil. Kč v roce 2028 z vlastních prostředků. **Od roku 2025e očekáváme pokles čistého dluhu s růstem celkového kladného cash flow a hotovosti.** Poměr čistého dluhu vůči EBITDA tak bude dle naší prognózy klesat do roku 2028 do blízkosti 0,5násobku. **V našich odhadech nepracujeme s výplatou dividend,** nicméně myslíme si, že cca od roku 2027 by dle uvedeného výhledu měla mít firma dostatečnou kapacitu na výplatu dividend. Tomu by nahrával i pokles čistého zadlužení.

### Výhled na čisté zadlužení



Zdroj: GEVORKYAN; ČS Research

## Ocenění

Naše ocenění implikuje **dvanáctiměsíční cílovou cenu 302 Kč/akcii (18% nad aktuální tržní cenou) na základě 50% váhy modelu DCF-FCFF a 50% váhy odvětvového srovnání.** Zatímco DCF-FCFF model indikuje cílovou cenu 289 Kč/akcii, odvětvové srovnání ukazatelem EV/EBITDA pro rok 2024 indikuje cílovou cenu 314 Kč/akcii. **Na základě toho doporučujeme akcie GEVORKYAN Akumulovat.**

### Tabulka se souhrnným oceněním

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/EBITDA	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	289	314	302
Váha ocenění	50%	50%	100%

Zdroj ČS Research



**Toto ocenění se odvíjí zejména od odhadovaného růstu tržeb do roku 2028e na 143 mil. EUR tempem 13% CAGR a růstu čistého zisku k úrovni 23 mil. EUR v roce 2028e tempem 28% CAGR.** Růst zisku vedený vyššími tržbami by měl být podporován i postupným růstem čisté marže k 16% s mírným zlepšením provozní efektivity a relativním poklesem odpisů a úrokových nákladů vůči tržbám. Odhadujeme, že firmě bude od roku 2025e postupně klesat čisté zadlužení až k 0,5x EV/EBITDA v roce 2028e.

Aplikovaný násobek ukazatele EV/EBITDA pro rok 2024 ve výši 9,0x představuje mírný diskont vůči srovnávací skupině firem s přihlédnutím k tomu, že GEVORKYAN má vyšší očekávaný růst tržeb a vyšší marže, ale také vyšší zadlužení než průměr ve srovnávací skupině a je menší firmou.

## Metoda diskontovaných peněžních toků

DCF ocenění je založeno na dvoufázovém DCF-FCFF modelu s:

- Detailními odhady FCFF pro roky 2024-2028e v první fázi
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve druhé fázi.

**DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 289 Kč, což je o 13% výše oproti současné tržní ceně akcií GEVORKYAN.** Růst tržeb tempem 13% CAGR do roku 2028 by měly podpořit již nasmlouvané dlouhodobé kontrakty, růst nových zákazníků a zvyšování výrobních kapacit. Od toho by se měl odvíjet i růst provozního zisku tempem přes 20% CAGR. Do roku 2028e očekáváme růst FCFF na 17 mil. EUR. To bude podporovat růst provozního cash flow, jež bude od roku 2025 více než pokrývat kapitálové investice.

### Hlavní předpoklady pro DCF model:

- **Bezriziková výnosová míra** 4% pro první fázi, 3% pro druhou fázi, na základě námi očekávaného průměrného výnosu do splatnosti desetiletých státních dluhopisů České republiky jako země listingu akcií firmy.
- **Beta** v průměru 1,3 pro první fázi i pro druhou fázi. Beta je vypočtena na základě průměru nezadlužené beta (1,04) pro odvětví výroby součástek dle databáze prof. Damodarana. Tento průměr je převeden na zadluženou beta dle kapitálové struktury firmy. Zadlužená beta je následně zvýšena o přírůstek 0,1, čímž reflektujeme riziko menší velikosti firmy. S tím se pojí i koncentrace výroby do jednoho závodu a soustředění řízení společnosti do osoby zakladatele a majoritního akcionáře společnosti.
- **Riziková prémie** stanovená jako vážený průměr premií používaných Erste Group pro regiony odbytu společnosti, upraveno zjednodušené na EU, USA, Čína a Mexiko. Váhami jsou očekávané tržby. Pro EU riziková prémie 6,0%, pro USA 5,45%, pro Čínu 6,2%, pro Mexiko 8%
- **Váha vlastního kapitálu** na základě tržní hodnoty vlastního kapitálu založené na aktuální ceně akcií firmy a účetní hodnotě úročeného cizího kapitálu. Pro perpetuitu je odhadnut poměr vlastního kapitálu ve výši 80%.

- **Průměrné náklady cizího kapitálu 5%** pro první i druhou fázi modelu
- **Efektivní daňová sazba 21%** (na úrovni slovenské daně z příjmu právnických osob) pro první i druhou fázi
- **Růst tržeb v perpetuitě na úrovni 3%.**

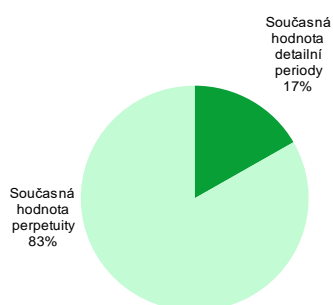
**Výpočet WACC**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Perpetuita
Bezriziková výnosová míra	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%
Riziková prémie akcií	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Beta faktor	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.0%</b>
Náklady cizího kapitálu	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Efektivní daňová sazba	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>Náklady cizího kapitálu po zdanění</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>
Váha vlastního kapitálu	76%	76%	78%	79%	80%	80%
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.6%</b>

**DCF valuace**

(EUR mil.)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Perpetuita
Tržby	97	108	120	132	143	147
<i>Růst tržeb</i>	25%	12%	11%	10%	8%	3.0%
EBIT	17	20	24	28	32	33
<i>EBIT marže</i>	17.8%	18.2%	20.1%	21.4%	22.2%	22.2%
<i>Efektivní daňová sazba</i>	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Daň z EBIT	-2.9	-3.4	-4.4	-5.4	-6.2	-7
<b>NOPLAT</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
+ Odpisy	11	13	13	13	14	14
<i>Kapitálové investice / Odpisy</i>	135%	84%	116%	116%	114%	103%
+/- Změny pracovního kapitálu	-8	-7	-7	-6	-6	-2
<i>Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb</i>	-40%	-60%	-58%	-48%	-60%	-50%
- Kapitálové investice	-15	-11	-15	-15	-16	-15
<b>Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
<i>Růst v perpetuitě</i>						3.0%
Hodnota perpetuity						362
Diskontované cash flow - k datu 31.12.2023e	2	9	8	10	11	203
<b>Enterprise value - 31.12.2023e</b>	<b>243</b>					
Minority	0					
Neprovozní aktiva	0					
Čistý dluh - 31.12.2023e	66					
<b>Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2023e</b>	<b>178</b>					
Počet akcií (mil.)	16.7					
Náklady vlastního kapitálu	12.2%					
<b>12M cílová cena (EUR)</b>	<b>12</b>					
Kurz EUR/CZK (k 14.12.2023)	24.4					
<b>12M cílová cena (CZK)</b>	<b>289</b>					
Aktuální cena akcie CZK	256					
<i>Potenciál růst + / poklesu -</i>	13%					

**Rozložení Enterprise value**



**Senzitivita (na akcii) :**

		EBIT marže v terminální hodnotě				
		17.2%	19.7%	22.2%	24.7%	27.2%
WACC	8.6%	254	303	352	401	450
	9.1%	228	273	318	363	408
	9.6%	207	248	289	331	372
	10.1%	188	227	265	303	341
	10.6%	172	208	243	279	315
		Růst v terminální hodnotě				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	8.6%	289	318	352	392	441
	9.1%	265	289	318	352	392
	9.6%	243	265	289	318	352
	10.1%	224	243	265	289	318
	10.6%	208	225	243	265	289

## Odvětvové srovnání

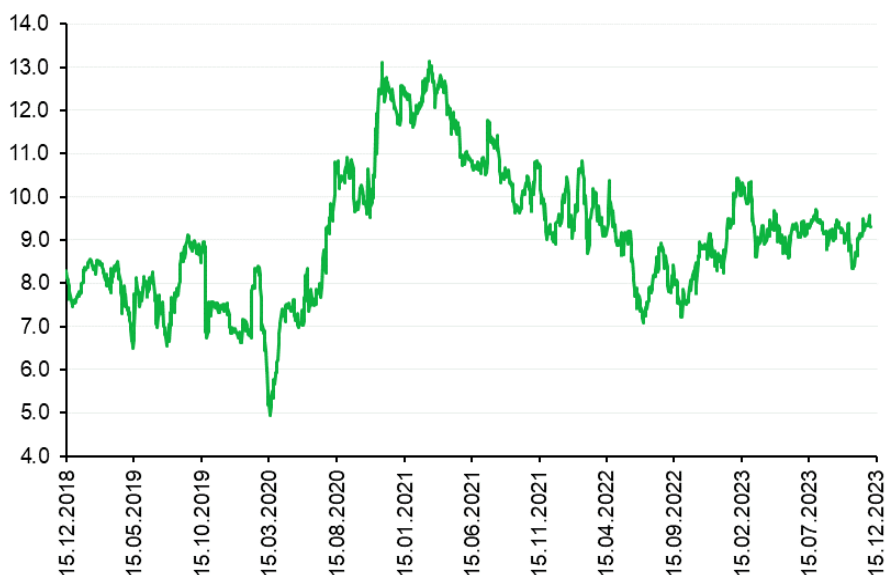
Počet veřejně obchodovaných firem, jež se plně, či alespoň z převažující části zaměřují na práškovou metalurgii, je malý. Budťo spadají divize práškové metalurgie pod velké nadnárodní průmyslové konglomeráty (např. GE), nebo se jedná o soukromé společnosti (např. rakouská MIBA AG). Z vybrané srovnávací skupiny se podle dostupných informací zabývá z převažující části práškovou metalurgií čínská společnost NBTM New Materials, z významné části pak Dowlais Group, jež je mateřskou společností GKN Automotive a GKN Powder Metallurgy. Společnost uvádí, že její prášková divize je globální jedničkou v sintrovaných práškových komponentech a dvojkou ve výrobě kovových prášků s tržbami přes 1 mld. USD v roce 2022. U ostatních společností není možné podíl práškové metalurgie v tržbách blíže specifikovat, tvoří ale zřejmě menšinové podíly.

Největší společností ve srovnávací skupině je AMETEK se zaměřením na elektronické a elektromechanické komponenty (např. motory do spotřebičů, ventilátorů, konektory atd.). Sandvik je nadnárodní společností se zaměřením na výrobu strojů a nástrojů pro těžbu a zpracování materiálů či průmyslových strojů k obrábění kovů. ATI je výrobce specializovaných materiálů a komponent zejména pro letecký průmysl, ale i obranný průmysl, energetiku či zdravotnictví.

Z porovnání ocenění vyplývá, že společnosti, jež jsou primárně dodavateli pro automobilový průmysl jako Dowlais Group a Amexican Axle, mají nejnižší ocenění (kolem 5x EV/EBITDA 2024e). To zřejmě odráží typicky nižší maržovost v tomto odvětví a celkově zhoršený výhled na celý sektor.

Následující graf ukazuje pro ilustraci pětiletý vývoj průměrné hodnoty ukazatele EV/EBITDA srovnávací skupiny (vyjma Dowlais Group, jež byla uvedena na burzu teprve loni v dubnu) vůči očekávaným ziskům v následujících 12 měsících. Graf ukazuje, že aktuální hodnota je blízko historickému průměru kolem 9násobku tohoto ukazatele.

### Vývoj mediánu ukazatele 12M EV/EBITDAe v rámci srovnávací skupiny firem



Zdroj: Refinitiv, ČS Research

GEVORKYAN je ve srovnávací skupině nejmenší firmou. Z porovnání vyplývá, že v roce 2022 dosáhl GEVORKYAN dvojnásobné marže oproti průměru a tento rozdíl by měl být do velké míry zachován. Rovněž naše očekávané tempo růstu tržeb a EBITDA je vyšší než průměr sektoru. Na druhé straně má GEVORKYAN vyšší míru zadlužení. To lze přičíst zvýšeným investicím v posledních dvou letech, které se nyní promítají do vyššího tempa růstu.

S přihlédnutím k očekávanému vyššímu růstu a lepším maržím, ale zároveň s vyšším zadlužením a menší velikostí firmy, aplikujeme v našem ocenění v rámci odvětvového srovnání násobek 9x EV/EBITDA pro očekávanou EBITDA ve 2024e. To představuje mírnou prémii vůči aktuálnímu ocenění akcií GEVORKYAN na úrovni 8,5x a zároveň je to mírně pod hodnotou odvětvového mediánu 9,2x.

**Aplikací násobku ukazatele EV/EBITDA ve výši 9x na námi očekávanou EBITDA v roce 2024 a zadlužení v roce 2023e, dostáváme metodou tržního srovnání cílové ocenění 12,9 EUR/akcii resp. 314 Kč akcii při použití aktuálního kurzu EUR/CZK.**

<b>Aplikovaný násobek EV/EBITDA pro 2024</b>	<b>9.0</b>
<b>Očekávaná EBITDA v 2024 (mil. EUR)</b>	<b>28.6</b>
Implikovaná EV dle výhledu na 2024 (mil. EUR)	257
Odhadovaný čistý dluh na konci 2023 (mil.EUR)	66
Implikovaná tržní kapitalizace (mil. EUR)	191
Počet akcií (mil.)	16.66
Náklady vlastního kapitálu	12.2%
Dvanáctiměsíční cílová cena (EUR/akcie)	12.9
Kurz EUR/CZK	24.4
<b>Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)</b>	<b>314</b>

Zdroj: ČS Research

### Tabulka s odvětvovým srovnáním

# Česká spořitelna Research – Podniková analýza

GEVORKYAN, a.s. | Sektor průmyslu

Zveřejněno 15.12.2023

	Sídlo firmy	Tržní kapitalizace (v mil.USD)	P/S				P/E				EV/EBITDA				Čistý dluh/EBITDA			
			2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
AMETEK Inc	USA	37237	6.1	5.7	5.2	5.0	28	28	26	24	21	19	18	15	1.1	0.5	0.4	-0.5
Sandvik AB	Švédsko	25599	2.3	2.1	2.1	2.0	18	18	16	15	11	10	10	9	1.6	1.2	0.8	0.6
ATI Inc	USA	5176	1.3	1.2	1.2	1.1	18	16	14	13	12	11	9	7	2.1	2.4	1.8	1.2
Carpenter Technology Corp	USA	3233	1.3	1.1	1.0	0.9	57	16	13	n.a.	15	9	8	7	2.5	1.4	1.3	1.3
Kennametal Inc	USA	1973	0.9	0.9	0.9	0.9	17	14	13	12	7	7	6	5	1.5	1.4	1.2	0.7
Dowlais Group	UK	1781	n.a.	0.3	0.3	0.3	n.a.	n.m.	78	13	n.a.	7	5	4	n.a.	2.1	1.6	1.3
Advanced Technology & Materials	Čína	1352	1.3	1.1	1.0	0.8	56	33	25	20	16	13	11	10	0.3	0.2	0.2	0.2
NBTM New Materials	Čína	1197	2.2	2.0	1.6	1.4	8	44	27	21	18	40	29	22	4.2	4.3	3.3	2.8
American Axle & Manufacturing	USA	915	0.2	0.2	0.1	0.1	13	-26	47	25	4	5	5	4	3.2	3.4	2.7	2.3
<b>Medián</b>			<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>17.8</b>	<b>17.0</b>	<b>25.4</b>	<b>17.3</b>	<b>13.1</b>	<b>10.1</b>	<b>9.2</b>	<b>7.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
<b>Gevořkyan</b>	<b>Slovensko</b>	<b>190</b>	<b>3.0</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>49.4</b>	<b>27.3</b>	<b>16.1</b>	<b>13.7</b>	<b>13.1</b>	<b>10.3</b>	<b>8.5</b>	<b>7.2</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>
<i>Prémie/diskont vůči průměru</i>			128%	98%	74%	78%	178%	61%	-37%	-21%	0%	3%	-8%	-3%	82%	97%	85%	56%

	EBITDA MARŽE				CAGR	
	2022	2023e	2024e	2025e	Tržby	EBITDA
AMETEK Inc	29.7%	30.8%	30.7%	31.4%	7%	7%
Sandvik AB	24.6%	23.9%	24.0%	24.2%	3%	3%
Advanced Technology & Materials	7.9%	8.8%	8.7%	8.6%	15%	13%
American Axle & Manufacturing	12.9%	11.0%	11.8%	11.9%	3%	7%
Carpenter Technology Corp	10.4%	15.6%	16.3%	14.5%	10%	6%
ATI Inc	14.3%	14.3%	16.3%	18.0%	6%	17%
Kennametal Inc	15.9%	16.8%	17.6%	18.4%	2%	4%
Dowlais Group	n.a.	9.3%	15.4%	13.1%	3%	18%
NBTM New Materials	16.3%	14.6%	15.0%	15.2%	17%	18%
<b>Medián</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>7.3%</b>
<b>Gevořkyan</b>	<b>30.8%</b>	<b>30.0%</b>	<b>29.5%</b>	<b>30.0%</b>	<b>15.8%</b>	<b>16.5%</b>
<i>Prémie/diskont vůči průměru (p.b.)</i>	16.5	15.0	13.2	13.7	10.3	9.1

## Tabulky

Výsledovka	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>(SÚŠ, mil. Eur, 31/12)</b>								
<b>Tržby</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>97</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>132</b>
Spotřeba materiálu, energie	27	27	33	38	48	54	60	66
Služby	6	8	9	10	13	14	14	15
Osobní náklady	3	4	5	6	7	8	9	10
Ostatní příjmy	4	3	10	0	0	0	0	0
Ostatní náklady	4	3	4	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
Odpisy a amortizace	6	8	9	11	11	13	13	13
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>28</b>
Finanční příjmy	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční náklady	3	4	5	4	3	3	3	3
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>26</b>
Daň z příjmů	1	1	1	2	3	3	4	5
<b>Čistý zisk</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
<b>Čistý zisk po minoritách</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
Čistý zisk na akcii (Eur)	0.2	0.1	0.2	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2
<b>Rozvaha</b>								
<b>(SÚŠ, mil. Eur, 31/12)</b>								
Hmotná aktiva	60	73	90	94	98	96	98	100
Nehmotná aktiva	12	12	11	11	11	11	11	11
Dlouhodobý finanční majetek	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>112</b>
Zásoby	19	20	24	30	37	44	49	54
Krátkodobé pohledávky	20	22	24	28	32	33	37	39
Hotovost	0	1	3	1	3	11	4	16
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>59</b>	<b>72</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>110</b>
Časové rozlišení aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>CELKOVÁ AKTIVA</b>	<b>112</b>	<b>128</b>	<b>152</b>	<b>165</b>	<b>181</b>	<b>196</b>	<b>200</b>	<b>221</b>
<b>Vlastní jmění</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	<b>98</b>	<b>115</b>	<b>135</b>
Úvěrové závazky	25	15	8	11	14	14	14	14
Dluhopisy	29	49	49	49	49	49	34	34
Závazky z obchodního styku	12	12	12	15	17	20	21	23
Ostatní závazky	9	11	12	12	12	12	12	12
<b>Závazky celkem</b>	<b>75</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>92</b>	<b>94</b>	<b>81</b>	<b>82</b>
Krátkodobé rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení pasivní	3	3	4	4	4	4	4	4
<b>CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ</b>	<b>112</b>	<b>128</b>	<b>152</b>	<b>165</b>	<b>181</b>	<b>196</b>	<b>200</b>	<b>221</b>
<b>Výkaz finančních toků</b>								
<b>(SÚŠ, mil. Eur, 31/12)</b>								
Provozní cash flow	10	12	11	10	14	19	22	27
Investiční cash flow	-10	-18	-23	-15	-15	-11	-15	-15
Finanční cash flow	0	7	13	3	3	0	-15	0
<b>Změna hotovostí</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>-7</b>	<b>12</b>
<b>Marže a poměrové ukazatele</b>								
Růst tržeb	13.8%	11.9%	8.7%	32.0%	25.0%	12.0%	11.0%	10.0%
EBITDA marže	26.0%	29.4%	30.8%	30.0%	29.5%	30.0%	30.5%	31.0%
EBIT marže	14.6%	14.2%	15.5%	16.0%	17.8%	18.2%	20.1%	21.4%
Čistá marže	7.8%	4.2%	6.0%	8.3%	11.2%	11.9%	13.8%	15.2%
ROE	10.9%	6.2%	5.2%	8.6%	12.8%	13.1%	14.5%	15.0%
Podíl vlastního kapitálu	30.9%	28.9%	44.5%	45.1%	46.9%	49.9%	57.4%	60.9%
Čistý dluh	59	71	62	66	66	59	51	39
Dluh k vlastnímu jmění	97%	71%	29%	31%	30%	26%	22%	19%
Celkový investovaný kapitál	94	109	132	142	155	168	170	190

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Skořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, Kofola, ColtCZ Světové trhy, Philip Morris ČR, Pilulka Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz



@Research\_sporka

### Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ocech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

### Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

### Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovnictví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

## Důležitá upozornění

### Obecná upozornění

Tento investiční výzkum zahrnuje investiční doporučení vytvářeno dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, zaměstnanci útvaru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s.

Investiční výzkum je nezávislý, objektivní a je založen na nejlepších veřejně dostupných informačních zdrojích dostupných v době jeho uveřejnění. Zaměstnanci České spořitelny považují tyto zdroje obecně za spolehlivé, avšak společnost Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Zadavatel a emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebo ostatní útvary České spořitelny nemají žádný vliv na tvorbu ratingu nebo cílové ceny investičního doporučení a před zveřejněním jim byl k dispozici pouze návrh investičního výzkumu bez konečných stupňů investičního doporučení a cílových cen pro provedení kontroly faktické správnosti veřejně dostupných dat. Každý investiční výzkum je zkontrolován vedoucím analytikem k dodržení tzv. principu kontroly 4 očí. Česká spořitelna, a.s. dále implementovala rozsáhlá opatření k zabránění vzniku střetu zájmů nebo možného zneužívání trhu, dostupné [ZDE](#).

Analytici ČS analyzující předmětné investiční nástroje emitentů se nesmí účastnit jakýkoliv placených aktivit těchto emitentů, pokud není uvedeno jinak. Stanovení výše odměny analytiků není přímo ani nepřímo odvozeno od konkrétního investičního doporučení nebo názorů vyjádřených v tomto investičním výzkumu. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu.

Dohledovým orgánem České spořitelny, a.s. je Česká národní banka (ČNB).

### Konflikty zájmů

Česká spořitelna, a.s. a její dceřiné společnosti (FSČS) mohou mít obchodní pozice v investičních nástrojích uvedených v investičních doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v investičních doporučení nebo mohou emitentům těchto investičních nástrojů poskytovat investiční nebo bankovní služby. Útvar Ekonomických a strategických analýz České spořitelny je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů FSČS vůči analyzovaným investičním nástrojům emitentů v České republice (investiční nástroje obchodované na trhu Prime, Standard a START na Pražské burze cenných Papírů) jsou uvedeny v tabulce „Střety zájmů České spořitelny ve vztahu k pokrývaným akciím na Pražské burze“ – viz [odkaz](#).

Dokument je za úplaty vytvořen pro zadavatele investičního výzkumu – **Burza cenných papírů Praha, a.s.**, na základě smluvního vztahu. Investiční doporučení je nezávislé.

### Stupeň investičního doporučení u akciových titulů

Horizont cílové ceny je plánován na 12 měsíců počínaje dnem zveřejnění investičního doporučení. Doporučení pracuje s funkcí celkového výnosu, tedy s kombinací kapitálového a dividendového výnosu. Investiční doporučení je tvořeno na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows, oborového srovnání, EVA a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti.

Stupeň investičního doporučení odráží vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie v době určování její cílové ceny.

<b>Koupit</b>	očekávaný výnos +20% a více
<b>Akumulovat</b>	očekávaný výnos 10 až 20%
<b>Držet</b>	očekávaný výnos 0 až 10%
<b>Redukovat</b>	očekávaný výnos -10% až 0%
<b>Prodat</b>	očekávaný výnos -10% a méně

Poměr jednotlivých stupňů investičních doporučení k pokrývaným akciím na BCPP

	BCPP	Se vztahem k EBG (5)
Kupovat	22%	33%
Akumulovat	67%	67%
Držet	11%	0%
Redukovat	0%	0%
Prodat	0%	0%

### Metodologie pro investiční doporučení

Investiční doporučení je tvořeno na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

### Plánovaná frekvence aktualizace investičního doporučení

Horizont cílové ceny v investičním doporučení je plánován na 12 měsíců počínaje dnem zveřejnění investičního doporučení. Cílové ceny a stupně Investičního doporučení jsou aktualizovány nepravidelně s ohledem na hospodářské výsledky analyzovaných společností, dění na finančních trzích a dalších faktorech ovlivňujících jejich hodnotu. Přehled vydaných investičních doporučení:



## Česká spořitelna Research – Podniková analýza

GEVORKYAN, a.s. | Sektor průmyslu

Zveřejněno 15.12.2023

ČEZ		Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení	Komerční banka	Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení	doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení
26.9.23	1,062	971	akumulovat	Petr Bártek	6.10.23	785	665	akumulovat
26.1.23	917	876	držet	Petr Bártek	31.1.23	900	733	kupovat
12.10.22	920	800	držet	Petr Bártek	28.1.22	1085	955	akumulovat
25.8.22	1,331	1,010	kupovat	Petr Bártek	4.11.21	v revizi	888	v revizi
Moneta		Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení	Philip Morris CR	Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení	doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení
6.10.23	98	83.4	akumulovat	Thomas Unger	15.6.22	18160	16100	akumulovat
31.1.23	93	81	akumulovat	Thomas Unger	29.6.20	15297	13480	akumulovat
28.1.22	102	92	držet	Thomas Unger	11.8.17	17640	15350	akumulovat
16.12.21	102	93.9	držet	Thomas Unger	20.6.17	15033	14970	držet
Kofola		Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení	VIG	Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení	doporučení		Cílová cena (EUR)	doporučení	Doporučení
7.10.19	v revizi	290	v revizi	Petr Bártek	30.9.22	29	20.9	kupovat
22.11.17	490	419	akumulovat	Petr Bártek	17.6.21	32	32.4	kupovat
4.10.16	534	395	kupovat	Petr Bártek	30.7.20	25	19.4	kupovat
					29.3.19	29	22.7	kupovat
Colt CZ		Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení	Pilulka	Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení	doporučení		Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení
3.10.22	613	520	akumulovat	Petr Bártek	18.7.23	451	460	držet
13.5.21	446	350	kupovat	Petr Bártek	5.4.23	v revizi	620	v revizi
					7.2.23	801	740	držet
					19.8.22	1,072	1,020	držet
CTP		Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení	Gevorkyan	Tržní cena při vydání		Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (EUR)	doporučení	Doporučení	doporučení		Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení
16.3.23	17.6	12.5	kupovat	Cezary Bernatek	15.12.23	302	256	akumulovat
26.4.22	20.0	14.4	kupovat	Cezary Bernatek				
5.5.21	17.5	14.0	kupovat	Cezary Bernatek				

### Rizika

Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů nebo riziko tržní volatility. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v investičním výzkumu. Jiný, než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko. Ne všechny investice jsou vhodné pro každého investora, proto by investor měl každé své investiční rozhodnutí konzultovat se svým investičním poradcem. V případě údajů o ceně, které jsou vyjádřeny v EUR, USD nebo jiné cizí měně, může výnos kolísat i v důsledku výkyvů měnového kurzu vůči CZK.

Tvůrcem dokumentu je Česká spořitelna, a.s. Sídlem Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00, Česká republika. Dokument je za úplaty vytvořen pro zadavatele investičního výzkumu – **Burza cenných papírů Praha, a.s.**, na základě smluvního vztahu. Investiční doporučení je nezávislé. Dohledovým orgánem České spořitelny, a.s. je Česká národní banka (ČNB).

© Česká spořitelna, a.s. 2023. Všechna práva vyhrazena.

Publikováno:

Českou spořitelnou, a. s.

Olbrachtova 1929/62

Praha 4, 140 00

IČ: 45244782

Zapsána v obchodním rejstříku Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 1171.

www.csas.cz