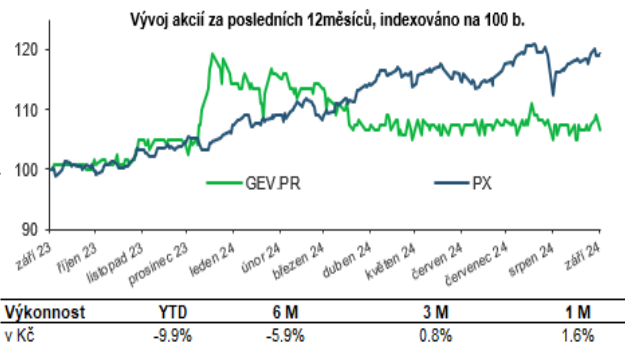


# GEVORKYAN a.s.

Doporučení: **Kupovat**

mil. EUR*	2023	2024e	2025e	2026e	
Tržby	76,5	97,0	110,9	126,5	
EBITDA	20,6	27,2	33,0	38,6	
EBIT	8,9	12,8	18,5	24,0	
Čistý zisk	3,7	5,7	10,8	15,4	
Celková aktiva	175,2	188,0	202,1	206,2	
Čisté zadlužení	71,6	75,7	63,4	54,8	
Zisk na akcii (základní, EUR)	0,2	0,3	0,6	0,9	
Vlastní kapitál na akcii (EUR)	4,3	4,6	5,3	6,2	
Dividenda na akcii (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	
EV/EBITDA (x)	11,7	9,0	7,0	5,8	
P/E (základní, x)	45,1	29,6	15,7	11,0	
PIBV (x)	2,4	2,2	1,9	1,6	
Dividendový výnos	0,0	0,0	0,0	0,0	
Aktuální cena (Kč)	254,0	Reuters	GEV.PR	Free float	17,7%
Počet vydaných akcií (mil.)	16,66	Bloomberg	GEV CP Equity	Největší akcionáři**:	Artur Gevorkyan 77,14%
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	4 230,9	Div. ex-datum	Bez dividend		BHS Fund II - Private Equity 2.63%
Tržní kapitalizace (mil. EUR)	169,1				JEREMIE Co-Investment Fund 2.63%
Enterprise value (mil. EUR)	240,7	Cílová cena:	315 Kč	Homepage	https://www.gevorkyan.sk/



\*Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na závěrečné ceně akcií k 5. září 2024; \*\* Dle dat z výroční zprávy GEVORKYAN za rok 2023

## Analytik:

Jan Bystřícký  
+420 956 765 218  
[jbystricky@csas.cz](mailto:jbystricky@csas.cz)

## Editor:

Petr Bártek  
(analytik)

## Pokračování růstového příběhu ze Slovenska

Po změně analytika upravujeme pro společnost Gevorkyan dvanáctiměsíční cílovou cenu na 315 Kč/akcii a doporučení měníme na Kupovat. Cílová cena je stanovena na základě 50% váhy ocenění DCF-FCFF modelem a 50% váhy ocenění odvětvovým srovnáním. Firma je nyní obchodována na 5,8x EV/EBITDA a 11,0x P/E 2026e, což je 25 %, resp. 19 % pod mediánem srovnávaných společností. Naše ocenění je asi o 4 % vyšší než předchozí (302 Kč/akcii), původní doporučení bylo Akumulovat.

Naše ocenění stavíme na rychlém očekávaném růstu tržeb mezi lety 2023 a 2028e odpovídajícímu pětiletému CAGR 16,1 %. Tento růst očekáváme díky technologické kvalitě firmy, kdy pro většinu odběratelů je firma jediným dodavatelem a spolupráce probíhá na bázi dlouhodobých kontraktů s tím, že růst mohou podporovat i akvizice. Dalším důvodem je dobrá diverzifikace zakázek, kdy potenciálně problematický automobilový průmysl tvoří jen okolo 30 % tržeb firmy, tedy 2x až 2,5x méně než u celého trhu. Jako největší riziko vidíme zpomalení evropského průmyslu, které by mělo negativní vliv na růst tržeb v našem výhledu. Dalším rizikem je slábnoucí evropský automotive a nízký objem obchodů s akcií.

V loňském roce tržby firmy rostly o 30 % r/r a v prvním čtvrtletí pokračovaly v růstu stejným tempem. Firma ve druhém čtvrtletí oznámila převzetí polské Altha Powder Metallurgy a dohodu o outsourcingu práškové metalurgie velkého švédského výrobce kuličkových ložisek SKF. Firmou očekávané tržby na roky 2024-26 jsou pak již z 92 %, 87 % a 80 % pokryty podepsanými zakázkami.

Po poklesu EBITDA marže na 27 % v roce 2023 očekáváme díky zlepšení produktového mixu a pokroku v automatizaci a robotizaci jejího obnovení růstu až na 31 % v roce 2028e. Díky očekávanému poklesu investic v následujících letech, po období vysokých investic do nových kapacit v minulých třech letech, určité provozní páce a rostoucí EBITDA očekáváme rychlý pokles poměru zadlužení čistý dluh/EBITDA ze 3,5x v roce 2023 až na 0,5x v roce 2028e. Zároveň věříme, že naše odhady investic jsou stále ještě poměrně vysoké pro to, aby pokryly případný akviziční a geografický růst firmy např. do jižní Evropy, Mexika a USA. Firma by pak mohla zahájit vyplácení dividend ve druhé půli našeho výhledu.

## Nedávný vývoj a výsledky

Od našeho zahajovacího ocenění akcií GEVORKYAN (v prosinci 2023) firma zveřejnila finální výsledky za rok 2023, průběžné výsledky za 1Q24 a na konci roku 2023 vstoupila na Prime Market pražské burzy. V 1Q24 také došlo k duálnímu listingu akcií společnosti na bratislavské burze.

V roce 2023 vygenerovala firma tržby ve výši 76,46 mil. EUR, což je meziroční nárůst o více než 30 % a kosmeticky, asi o procento, pod naším očekáváním. EBITDA meziročně narostla o 14,4 % na 20,64 mil. EUR a zaostala o 11 % za naší predikcí hlavně z důvodu vyšších nákladů a kvůli tomu nižším maržím. EBITDA marže dosáhla 27 %, což bylo přibližně o tři procentní body pod naším očekáváním, když k poklesu došlo zejména ve 4Q23. Společnosti se na konci roku 2023 zvýšily náklady v důsledku růstu zakázek ze zbrojního průmyslu, což zpomalilo plánovanou automatizaci, zároveň v rámci dlouhodobých kontraktů převážila výroba produktů s nižší marží. Jednorázové náklady spojené s přechodem na hlavní trh burzy PRIME také přispěly k nižší hodnotě EBITDA. Výsledky pod úrovní EBITDA byly zatíženy růstem odpisů, zatímco finanční náklady a daně byly lepší, než jsme čekali. Čistý dluh 71,56 mil. EUR vzrostl meziročně o více než 16 % a byl asi 9,1 % nad naším odhadem. Výsledky byly tedy o něco horší, než jsme očekávali, nicméně z převážně dočasných důvodů

Za 1Q24 firma utržila 24,22 mil. EUR, přibližně o 30 % více než před rokem i než byl plán společnosti. Tržby za první čtvrtletí tak rostly výrazně rychleji, než byl náš původní výhled na letošní rok (na úrovni +25 %). EBITDA za stejné období byla 7,3 mil. EUR a rostla meziročně o 23,5 %. Provozní ziskovost také překonala plány společnosti o více, než 30 %. EBITDA marže klesla na 30,1 % z 31,8 % před rokem, nicméně lehce překonala očekávání společnosti a byla lepší, než náš původní odhad marže na rok 2024 (29,5 %).

Čistý zisk za 1Q24 klesl o 7 % na 2,36 mil. EUR, z důvodu rostoucích odpisů v souvislosti investicemi a také v souvislosti s náklady na zajištění nového financování, byl ale 73 % nad plánem firmy.

### Reportované výsledky za FY23 a 1Q24

(CZK, mn; consolidated)	2023	2022	y/y	Erste	%	1Q24	1Q23	y/y	Plán	%
Tržby	76,5	58,7	30,3%	77,4	-1,3%	24,2	18,6	30,5%	18,7	29,5%
EBITDA	20,6	18,1	14,4%	23,2	-11,1%	7,3	5,9	23,5%	5,6	30,0%
EBIT	8,9	9,1	-2,3%	12,4	-28,5%	3,9	3,6	8,9%	3,0	33,2%
Čistý zisk	3,7	3,5	6,1%	6,4	-41,4%	2,4	2,5	-7,0%	1,4	73,2%
Čistý dluh	71,6	61,6	16,3%	66	9,1%	72,8	60,8	19,7%	-	-
EBITDA marže	27,0%	30,8%	-12,3%	30%	-10,0%	30,1%	31,8%	-5,4%	30,0%	0,4%
Čistá marže	4,9%	6,0%	-18,6%	8,3%	-40,7%	9,7%	13,7%	-28,8%	7,3%	33,7%

Source: GEVORKYAN, Erste Group Research

Ve výsledcích za 1Q24 firma také aktualizovala informace o dlouhodobých podepsaných zakázkách. Předchozí informace pocházela z prospektu zelených dluhopisů a měla by odpovídat konci 3Q23, stejné hodnoty reportovala i v prezentaci START DAY na podzim 2023. V 1Q24 má firma podepsané zakázky na rok 2024 v hodnotě 86 mil. EUR (proti 79,4 mil. EUR ve 3Q23), což je nárůst o 8,3 % za půl roku. Pro 2025 to bylo 94 mil. CZK (+7,7 % za půl roku) a pro rok 2026 má podepsáno 98 mil. EUR (+4 mil. EUR, resp. asi +4,3 % za půl roku). Firma tak má podepsáno zásadní množství svých očekávaných tržeb. Pro rok 2024 odpovídají dlouhodobé podepsané zakázky 92 % očekávaných tržeb, pro rok 2025 pak 87 %, pro další roky pak 80 % a 72 %.

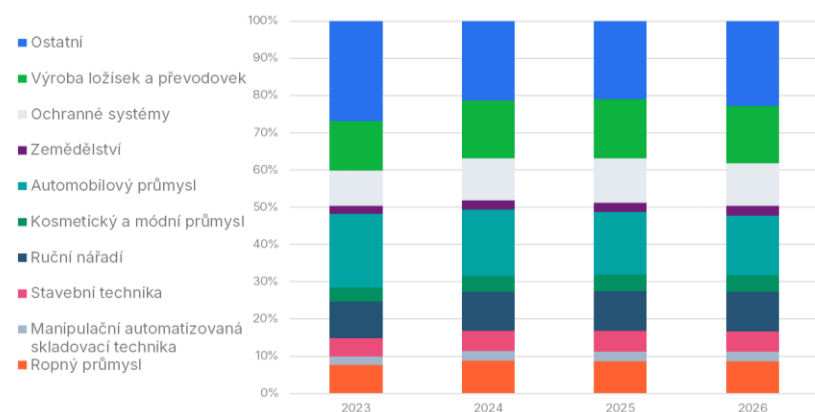
### Vlastní výhled tržeb a podepsané dlouhodobé zakázky



Zdroj: GEVORKYAN– mezitímní zpráva Q1 2024, Prospekt Dluhopisů GEVORKYAN, ČS Research

Pozitivem je diverzifikace těchto zakázek, které firma zveřejnila v prospektu k zeleným dluhopisům. Podepsané smlouvy v žádném sektoru v době vydání prospektu pro rok 2024 nepřekročily 20 % podíl. Nejvíce tvořil automobilový průmysl s 18 %, jeho podíl na nasmlouvaných tržbách se zároveň pro každý rok snižuje přibližně o 1 p.b.

### Struktura podepsaných dlouhodobých zakázek



Zdroj: Prospekt Dluhopisů GEVORKYAN, ČS Research

Firma hovoří o tom, že okolo 30 % jejich tržeb tvoří odběratelé z automobilového průmyslu. Dá se tedy předpokládat, že některé další firmou uváděné sektory budou více či méně spojeny s automotive. Je ale zřejmé, že celkově má automotive a navázané sektory v zakázkách Gevorkyanu výrazně nižší zastoupení, než je 60 až 75 % obvyklý podíl tohoto sektoru na celkovém trhu práškové metalurgie. Tato diverzifikace do více sektorů je pozitivní z důvodu nejistých vyhlídek automobilového průmyslu v Evropě v kontextu nástupu konkurence zejména elektroaut z Číny. V elektrických autech je pak nižší využití práškové metalurgie než u běžných spalovacích aut. V tomto ohledu by měl být GEVORKYAN výrazně odolnější než průměrná konkurence. Firma nedodává součástky spalovacích motorů, ale například do zámků, elektrických oken, sedadel atd., které jsou používány i v elektromobilech.

### Firma zahájila expanzi prostřednictvím semi-M&A

GEVORKYAN letos postupně přechází od čistě organického růstu k expanzi prostřednictvím akvizic především zákaznických portfolií. Firma v 2Q24 oznámila akvizici polské společnosti Altha Powder Metallurgy. Náklady na převzetí neoznámila, ale podle vyjádření byly „velmi nízké, protože polská

firma už nedokázala plnit požadavky svých zákazníků a hrozily jí vysoké pokuty a penále za nedodání výrobků a porušení smluvních podmínek“. GEVORKYAN přebral zákaznické portfolio polského konkurenta, výrobu ale přesune z Polska do svého závodu na Slovensku. Dále GEVORKYAN oznámil dohodu se švédským významným výrobcem kuličkových ložisek SKF na tom, že výrobu prostřednictvím technologie práškové metalurgie švédská firma outsourcuje na GEVORKYAN. Podle Gevorkyanu se v SKF práškové metalurgii věnovalo „několik desítek lidí“. Tržby Altha Powder Metallurgy v posledním zveřejněných výsledcích za rok 2022 odpovídaly přibližně 3,5 mil. EUR. Vzhledem k faktu, že firma měla problémy, dá se očekávat, že v 2023 to bylo méně. Informace o objemu práškové metalurgie ve firmě SKF k dispozici nejsou. Odhadujeme, že tyto dvě přispějí do tržeb Gevorkyanu středními jednotkami procent.

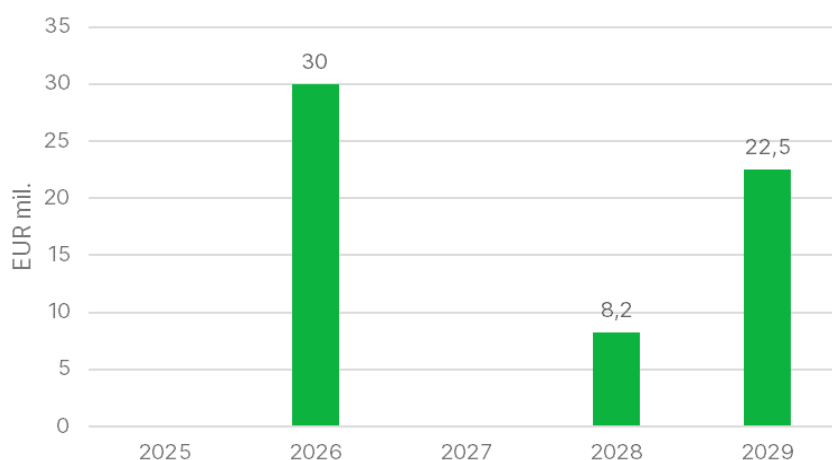
Firma také oznámila, že aktuálně je v pokročilé fázi vyjednávání o akvizici další společnosti, tentokrát z jižní Evropy. Mělo by se jednat opět o „přátelskou“ akvizici s důrazem na zachování vztahů se zákazníky.

### Emise zelených dluhopisů posunula splatnosti

GEVORKYAN upsal na přelomu února a března emisi zelených dluhopisů, které mají splatnost 5 let a fixní kupon 7,11 %. Jejich celkový objem byl 22,5 mil. EUR a společnost má možnost upsat v případě potřeby dalších 7,5 mil. EUR. Prostředky z emise by měly být použity na růst díky kapitálovým výdajům do projektů s pozitivním environmentálním dopadem, jako je nová výrobní hala s energetickým certifikátem, fotovoltaická elektrárna s bateriovým úložištěm nebo stanice čištění oleje a vody. Dále byly prostředky využity k refinancování stávající emise dluhopisů v objemu 10 mil. EUR, které měly splatnost v roce 2024 a jejichž úroková sazba byla 4,7 %.

Firma má nyní kromě nově vydaných zelených dluhopisů ještě dluhopisy v hodnotě 205 mil. Kč se splatností v roce 2028 a úrokovou sazbou 8,5 % a prostřednictvím firmy GEVORKYAN CZ dluhopisy v hodnotě 30 mil. EUR s úrokovou sazbou 4,5 % a splatností v roce 2026. Od našeho předchozího reportu tedy došlo k navýšení objemu dluhopisů o 12,5 mil. EUR na asi 60,7 mil. EUR. Vzhledem k vyššímu kupónu nových dluhopisů se zvýšila průměrná úroková sazba pro následující roky zhruba na 6,0 %, když na konci roku 2022 byla mírně pod 5,0 %. První splatné dluhopisy má ale nyní firma až v roce 2026.

### Splatnosti dluhopisů



Zdroj: GEVORKYAN; ČS Research; \* CZK dluhopis se splatností v roce 2028 přepočten kurzem 25 CZK/EUR

## Výhled tržeb

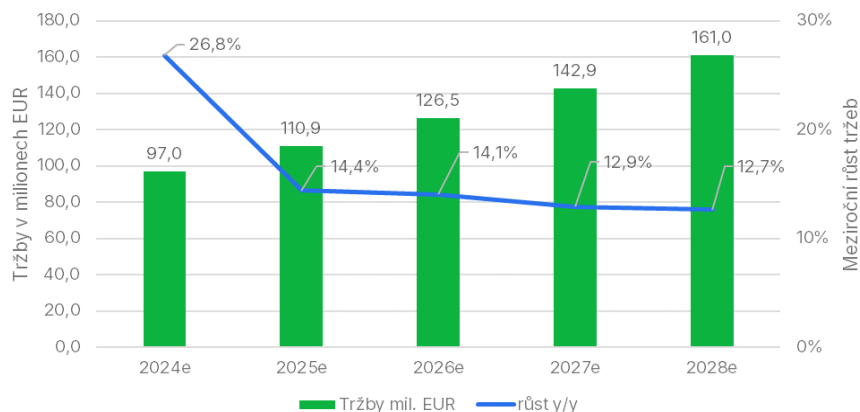
Powder Metallurgy Global Market Report (na jehož edici 2023 firma odkazovala v prospektu zelených dluhopisů) aktuálně očekává mezi roky 2023-28e růst odvětví práškové metalurgie o 9,7 % CAGR. Firma samotná pro dané období očekává pětiletý růst tržeb o 15,1 % CAGR.

Náš nový výhled na tržby Gevorkyanu (po změně pokrývajícího analytika) je optimističtější s odhadovaným pětiletým růstem 16,1 % CAGR ve 2023-28e s tím, že v následujících čtyřech letech (2024-28e) očekáváme 13,5 % CAGR, mírně nad výhledem managementu na 13,3 % CAGR. Pro rok 2029e v našem DCF modelu kalkulujeme s růstem o 9,7 % odpovídajícím očekávanému růstu odvětví.

Důvodem pro náš odhad vyššího růstu je především struktura zakázek, kdy automobilový průmysl tvoří jen okolo 30 % tržeb firmy, 2x až 2,5x méně než u celého trhu. V následujících letech se neočekává výrazný růst automobilového trhu, tím méně pak růst trhu spalovacích motorů. Odhadovaný růst sektoru skoro 10 % tempem je tedy pravděpodobně založen na dvojciferném růstu ostatních sektorů, které mají v tržbách Gevorkyanu vyšší váhu, jak jsme již ukázali v grafu dlouhodobých podepsaných zakázek.

Pro rychlejší růst firmy proti celému trhu dále hovoří fakt, že pro většinu odběratelů je firma jediným dodavatelem a spolupráce probíhá na bázi dlouhodobých kontraktů. To v kombinaci s produkty založenými na vlastním vývoji (podle managementu přes 50 % výroby jsou unikátní výrobky) tvoří jednoznačný potenciál pro růst výrazně nad trhem.

### Predikce tržeb a meziročního růstu



Zdroj: ČS Research

## Výhled nákladů a EBITDA

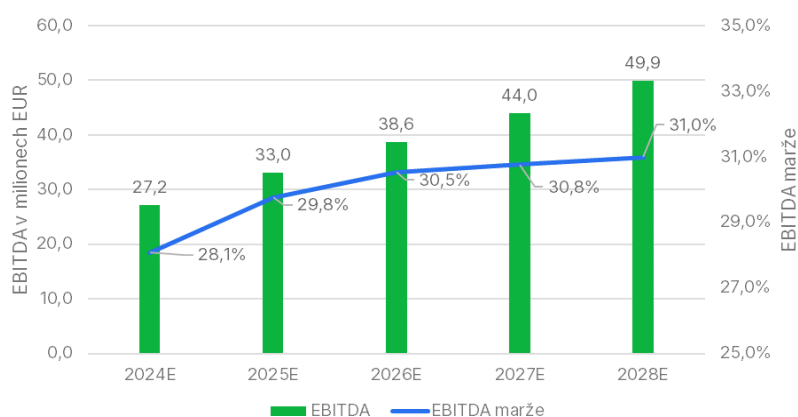
V naší predikci odhadujeme výrazný růst EBITDA rychlostí 19,3 % CAGR pro pětileté období 2023-28e, což je jen o 1 p.b. níže než růst EBITDA mezi lety 2017 a 2023. Růst EBITDA by měl být tažen zejména výrazným růstem tržeb v kombinaci s mírnou provozní pákou a investicemi do úspor. Očekáváme tedy postupné zvyšování EBITDA marže z asi 27 % v roce 2023 až nad 31 % v roce 2028e.

U firmy očekáváme v průběhu celého modelovaného období postupné mírné snižování poměru spotřeby materiálu a energií vůči celkovým tržbám díky investicím, které firma provádí a má v plánu a díky pokračující robotizaci. Obdobnou situaci očekáváme i u služeb. V našem výhledu čekáme po skokovém nárůstu podílu služeb na tržbách v roce 2023 postupný pokles tohoto podílu korespondující s růstem tržeb.

U osobních nákladů očekáváme v roce 2024 růst korespondující s naším odhadem růstu tržeb. Tento odhad očekáváme vzhledem k růstu společnosti a provedeným akvizicím, když v roce 2023 byl nárůst osobních nákladů minimální.

Z našeho výhledu vyplývá mírné očekávané zlepšení marže v roce 2024 nad 28 %, po jejím jednorázovém poklesu o 3,8 p.b. v roce 2023. V dalších letech (od roku 2025) očekáváme již jen mírný růst osobních nákladů s jen pomalým přibýváním nových zaměstnanců a mzdovou inflací.

### Predikce EBITDA a EBITDA marže



Zdroj: ČS Research

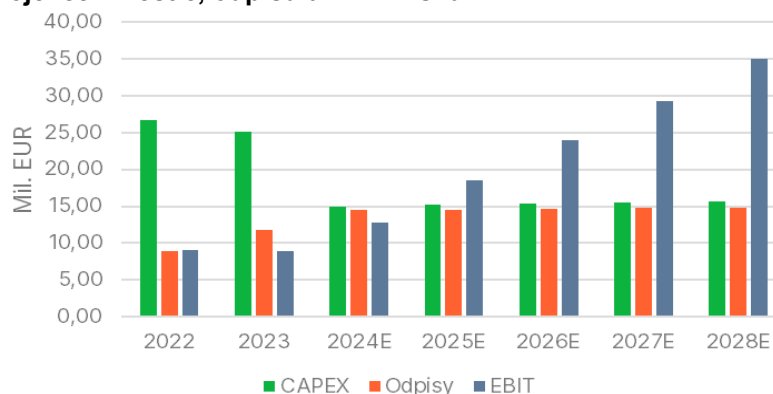
### Výhled CAPEX, odpisů a EBIT

V našem modelu očekáváme po nedávném rychlém růstu již jen mírný růst hmotných aktiv a s tím pomalu rostoucí odpisy směrem k úrovni investic. Po investičně intenzivních letech očekáváme, že se CAPEX střednědobě stabilizuje na úrovni asi 15-16 mil. EUR, když vyšší udržovací investice uvažujeme v současné hodnotě na 5 mil. EUR ročně.

Celkové investice tak projektujeme o 10 mil. EUR ročně výše, než je vlastní výhled Gevorkyanu. Ten od roku 2026 počítá právě jen s „udržovacími“ investicemi okolo 5 mil. EUR. Náš předpoklad vidíme jako reálný vzhledem k výraznému růstu, který od firmy očekáváme, v kombinaci s potřebou zůstat před konkurencí pro udržení vysokých marží.

Díky tomu, že v následujících letech očekáváme jen mírně rostoucí odpisy, je námi predikovaný pětiletý růst provozního zisku EBIT při rychle rostoucích tržbách na vysoké úrovni asi 31,6 % CAGR 2023-28e. V roce 2028e by tak měl EBIT dosáhnout asi 35 mil. EUR.

### Projekce investic, odpisů a EBIT zisku



Zdroj: GEVORKYAN, ČS Research

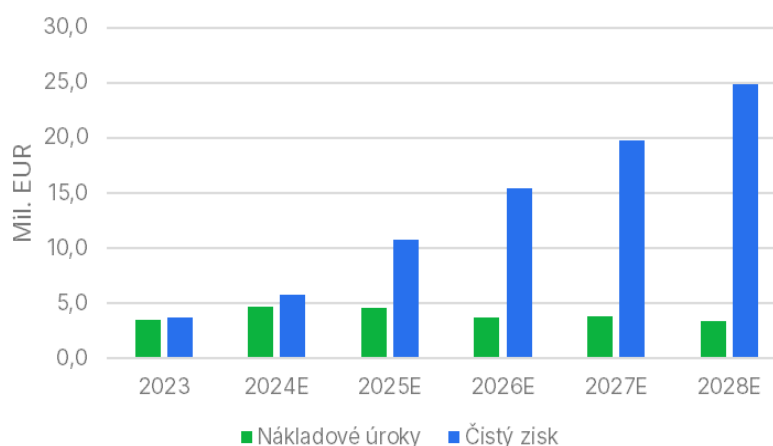
### Čistý zisk a nákladové úroky

Dluhopisy s fixním kupónem tvoří ke 1Q24 skoro 80 % dluhu. Zbytek jsou bankovní úvěry, jejichž úrok je z většiny navázán na EURIBOR s přírůžkou od 2 % do 2,6 % a leasingy. Vzhledem k tomu, že firmou nově vydané dluhopisy mají vyšší úrokovou sazbu než dluhopisy předchozí, očekáváme nárůst průměrné úrokové sazby u dluhu v rozvaze na 6,0 % v roce 2024 ze 4,6 % v roce 2023.

V následujících letech očekáváme průměrnou úrokovou sazbu lehce pod 6 %, celkově má GEVORKYAN velmi stabilní výhled sazeb. Vyšší úrokové náklady ve 2024e jsou spojeny s refinancováním dluhopisů s vyšším kupónem, což bude mírně kompenzováno poklesem EURIBOR, na který jsou navázány bankovní úvěry společnosti. Střednědobý očekávaný pokles úrokových nákladů je dán hlavně poklesem zadlužení.

Díky klesajícímu trendu nákladových úroků v naší projekci od 2024e do 2028e a naopak výrazně rostoucímu EBIT očekáváme výrazný růst čistého zisku na 24,9 mil. EUR v roce 2028e. V našem modelu počítáme do roku 2027e s efektivní daňovou sazbou 23 %, tedy mírně pod hodnotou z let 2022 a 2023 a dále jejím snížením na 22 % v roce 2028e.

### Projekce čistého zisku a nákladových úroků

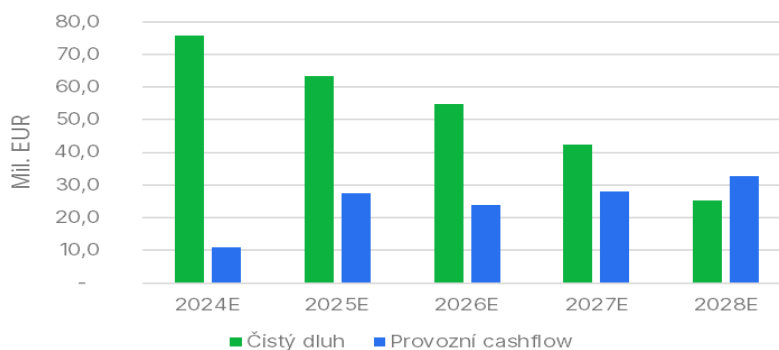


Zdroj: GEVORKYAN, ČS Research

## Cashflow a zadlužení

GEVORKYAN v letech 2021-23 výrazně investoval, když rozšiřoval jak výrobu, tak stavěl nové prostory a investoval do skladování a logistiky. Od letošního roku by ale měl mít již největší investiční akce do výrobního závodu na Slovensku za sebou a kapacity by měly být dostatečné na většinu předpokládaného růstu tržeb. Z toho důvodu očekáváme v 2024e nejvyšší hodnotu čistého dluhu těsně pod 76 mil. EUR s tím, že v následujících letech bude docházet k jeho poklesu až na 25,3 mil. EUR v roce 2028e. Za poklesem čistého dluhu stojí tedy pokles investic a výrazný růst provozního cashflow způsobený růstem tržeb a zisku.

### Projekce provozního CF a čistého dluhu



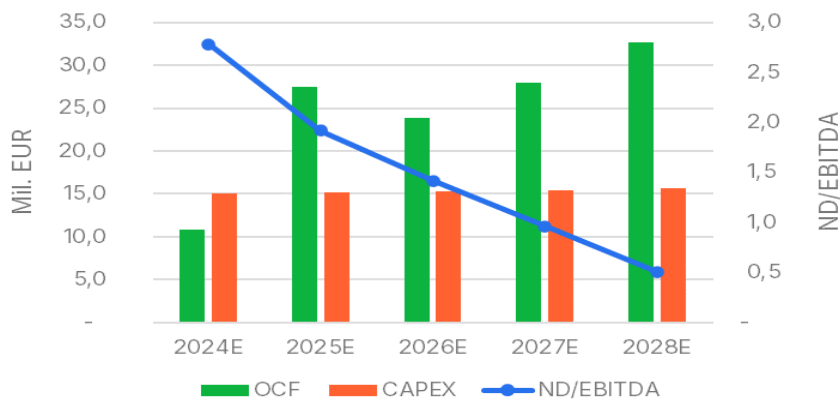
Zdroj: ČS Research

## Cashflow, CAPEX a ND/EBITDA

S růstem tržeb na úrovni 16,1 % CAGR a projektovaným zpomalením investic předpokládáme po určité normalizaci pracovního kapitálu v letošním roce překlopení volného cash flow (OCF – CAPEX) v letech 2025-28e do výrazně pozitivního nad úroveň 8 mil. EUR v 2026e, v ostatních letech je projekce na dvouciferných hodnotách v mil. EUR.

Firma podle našeho odhadu bude rychle snižovat zadlužení ze 3,5x čistý dluh/EBITDA v roce 2023 až na 0,5x čistý dluh/EBITDA do roku 2028e. Věříme zároveň, že naše odhady investic mají slušný „polštář“ pro případný akviziční a geografický růst firmy např. do jižní Evropy, Mexika a USA. Výhled pak naznačuje možné vyplácení dividend zejména v druhé půli našeho výhledu.

### Projekce provozního CF, investic a zadlužení



Zdroj: ČS Research



## Ocenění

Naše ocenění (přepracovaný model po změně analytika) implikuje **dvanáctiměsíční cílovou cenu 315 Kč/akcii** (24 % nad aktuální tržní cenou) na základě 50% váhy modelu DCF-FCFF a 50% váhy odvětvového srovnání. Na základě toho **doporučujeme akcie GEVORKYAN Kupovat**.

Zatímco DCF-FCFF model indikuje cílovou cenu 313 Kč/akcii, odvětvové srovnání ukazatelem EV/EBITDA pro rok 2024 indikuje cílovou cenu 317 Kč/akcii. Oba způsoby ocenění tedy dávají velmi podobný výsledek. Předchozí cílová cena byla 302 Kč/akcii s doporučením Akumulovat. Oproti předchozímu ocenění očekáváme výraznější růst tržeb a zisku v první fázi modelu s konzervativnějším odhadem v druhé fázi.

Ocenění se odvíjí od očekávaného růstu tržeb na 161,0 mil. EUR do roku 2028e, tedy tempem 16,1 % CAGR a od nárůstu čistého zisku na 24,9 mil. EUR v 2028e, což dělá od roku 2023 CAGR 46,0 %. V našem modelu zároveň počítáme s výrazným poklesem čistého zadlužení z ND/EBITDA 3,5 v 2023 na 0,5 v 2028e.

### Tabulka se souhrnným oceněním

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/EBITDA	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	313	317	315
Váha ocenění	50%	50%	100%

Zdroj: Česká spořitelna Research

## Metoda diskontovaných peněžních toků

DCF ocenění je založeno na dvoufázovém DCF-FCFF modelu s detailními odhady FCFF pro roky 2025-2029e v první fázi a odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve druhé fázi. DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 313 Kč, což je o 23% výše oproti současné tržní ceně akcií GEVORKYAN.

Hlavní předpoklady pro DCF model:

- Bezriziková výnosová míra 3,5 % pro první fázi a 3 % pro druhou fázi, na základě námi očekávaného průměrného výnosu do splatnosti desetiletých státních dluhopisů ČR jako země listingu akcií firmy. V první fázi je hodnota o 0,5 p.b. níže než v dřívějším reportu.
- Beta 1,3 pro první fázi i druhou fázi, obdobně jako v minulé analýze.
- Riziková prémie 6,1 %, stejně jako v předchozí analýze
- Váha vlastního kapitálu na základě tržní hodnoty vlastního kapitálu a účetní hodnoty úročeného cizího kapitálu. Pro perpetuitu je odhadnut poměr vlastního kapitálu ve výši 90 %.
- Náklady cizího kapitálu 6,0 % v první fázi a 5,5 % v druhé fázi na základě bezrizikové výnosové míry a 2,5 % dluhové prémie.
- Efektivní daňová sazba 23 % do 2027e, dále pak 22 % (mírně nad úrovní slovenské nominální sazby daně 21 %). Důvodem je historicky vyšší efektivní daňová sazba společnosti.
- EBIT marže v perpetuitě 22,2 %
- Růst tržeb v perpetuitě na konzervativní úrovni 2 % (v předchozí analýze byla hodnota 3 %)

## Ocenění modelem DCF-FCFF

### Výpočet WACC

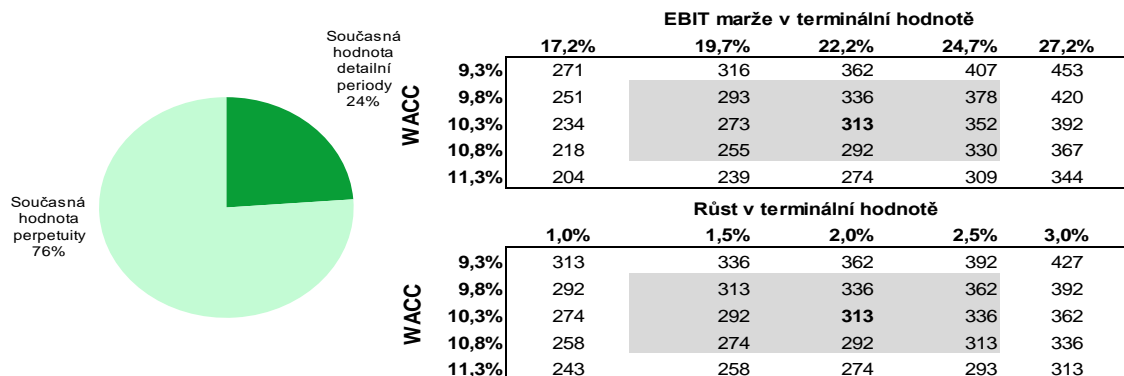
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Perpetuita
Bezriziková výnosová míra	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%
Riziková prémie akcií	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Beta faktor	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>10,9%</b>
Náklady cizího kapitálu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%
Efektivní daňová sazba	23,0%	23,0%	23,0%	22,0%	22,0%	22,0%
<b>Náklady cizího kapitálu po zdanění</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,3%</b>
Váha vlastního kapitálu	73%	77%	77%	79%	86%	90%
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,3%</b>

### DCF valuace

(EUR mil.)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Perpetuita
Tržby	111	127	143	161	177	180
Růst tržeb	14,4%	14,1%	12,9%	12,7%	9,7%	2,0%
EBIT	18	24	29	35	40	40
EBIT marže	16,6%	19,0%	20,4%	21,8%	22,5%	22,2%
Efektivní daňová sazba	23,0%	23,0%	23,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Daň z EBIT	-4,2	-5,5	-6,7	-7,7	-8,8	-9
<b>NOPLAT</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
+ Odpisy	14,5	14,6	14,7	14,8	15,0	15,3
Kapitálové investice / Odpisy	104%	105%	105%	105%	106%	102,0%
+/- Změny pracovního kapitálu	2,1	-6,1	-6,4	-7,1	-6,2	-1,4
Změny pracovního kapitálu / Změny ti	15%	-39%	-39%	-39%	-39%	-40%
- Kapitálové investice	-15,2	-15,3	-15,5	-15,6	-15,8	-15,6
<b>Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)</b>	<b>15,8</b>	<b>11,7</b>	<b>15,4</b>	<b>19,4</b>	<b>24,1</b>	<b>29,4</b>
Růst v perpetuitě						2,0%
Hodnota perpetuity						363,0
<b>Diskontované cash flow - k 31.12.2024</b>	<b>14,4</b>	<b>9,7</b>	<b>11,6</b>	<b>13,4</b>	<b>15,0</b>	<b>204,9</b>
<b>Enterprise value - 31.12.2024e</b>	<b>269</b>					
Minority	0					
Neprovozní aktiva	0					
Čistý dluh - 31.12.2024e	76					
<b>Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2024e</b>	<b>193</b>					
Počet akcií (mil.)	16,7					
Náklady vlastního kapitálu	11,4%					
<b>12M cílová cena (EUR)</b>	<b>12,5</b>					
Kurz EUR/CZK (k 29.8.2024)	25,0					
<b>12M cílová cena (CZK)</b>	<b>313</b>					
Aktuální cena akcie CZK	254					
Potenciál růst + / poklesu -	23%					

### Rozložení Enterprise value

### Senzitivita (na akcii) :



Zdroj: Česká spořitelna Research

## Odvětvové srovnání

V odvětvovém srovnání jsme zachovali portfolio srovnávaných společností z předchozího ocenění. Medián násobku EV/EBITDA pro srovnávací skupinu na 2024e je na hodnotě 10x, kdežto pro GEVORKYAN je aktuálně 9x.

Firma i přes pokles marže v roce 2023 dosahuje stále asi o 70 % vyšší EBITDA marže, než je medián a očekáváme udržení vyšší marže i nadále. Zároveň od firmy očekáváme v dalších letech výrazně vyšší růst tržeb i EBITDA než ve srovnávané skupině, jednak na základě historické výkonnosti a jednak na základě podepsaných objednávek. Zadlužení je u Gevorkyanu vyšší, než je medián srovnávané skupiny, nicméně očekáváme rychlé snižování jeho zadlužení.

Vzhledem k výše popsanému (vyšší marže a růst při menší velikosti a vyšším zadlužení) vidíme jako adekvátní Gevorkyan ocenit na úrovni mediánu srovnávaných společností na násobku EV/EBITDA 10x na námi očekávanou EBITDA 2024e a zadlužení 2024e. Metoda tržního srovnání tak implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu na 12,7 EUR/akcii resp. 317 Kč/akcii při použití aktuálního kurzu EUR/CZK.

### Ocenění metodou tržního srovnání EV/EBITDA 2024e

<b>Aplikovaný násobek EV/EBITDA pro 2024e</b>	<b>10,0</b>
<b>Očekávaná EBITDA v 2024e (mil. EUR)</b>	<b>27,2</b>
Implikovaná EV dle výhledu na 2024e (mil. EUR)	272
Odhadovaný čistý dluh na konci 2024e (mil.EUR)	76
Implikovaná tržní kapitalizace 2024e (mil. EUR)	196
Počet akcií (mil.)	16,66
Náklady vlastního kapitálu	11,4%
Dvanáctiměsíční cílová cena (EUR/akcie)	12,7
Kurz EUR/CZK	25,0
<b>Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)</b>	<b>317</b>

## Tabulka s odvětvovým srovnáním

Sidlo firmy	Tržní kapitalizace (v mil.USD)	P/S				P/E				EV/EBITDA				Čistý dluh/EBITDA				
		2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e	
AMETEK Inc	USA	38780	5,9	5,5	5,3	4,9	26	28	25	23	21	19	17	16	1,4	0,8	0,4	0,5
Sandvik AB	Švédsko	24834	2,1	2,0	1,9	1,9	16	19	14	13	10	10	9	8	1,1	1,2	0,8	0,4
ATI Inc	USA	7442	1,8	1,7	1,5	1,4	20	21	16	14	14	12	10	9	2,3	1,8	1,1	1,0
Carpenter Technology Corp	USA	6776	2,5	2,2	2,0	1,9	28	21	16	13	15	11	10	8	1,0	0,6	0,2	-0,2
Kennametal Inc	USA	1941	0,9	0,9	0,9	0,9	16	16	14	12	7	7	7	7	1,5	1,5	1,2	1,2
Dowlais Group	UK	1120	0,2	0,2	0,2	0,2	4	-6	-35	11	3	3	3	2	1,7	1,8	1,2	1,0
Advanced Technology & Materials C	Čína	1220	1,1	1,0	0,9	0,8	35	20	19	17	13	n.m.	n.m.	n.m.	-0,6	n.m.	n.m.	n.m.
NBTM New Materials	Čína	1343	2,5	1,9	1,6	1,3	49	23	18	14	18	n.m.	n.m.	n.m.	3,7	n.m.	n.m.	n.m.
American Axle & Manufacturing	USA	723	0,1	0,1	0,1	0,1	-69	51	22	37	4	4	4	4	3,2	2,8	3,0	2,9
<b>Medián</b>			<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>19,9</b>	<b>20,9</b>	<b>16,2</b>	<b>13,6</b>	<b>13,1</b>	<b>10,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
<b>Gevokyan</b>	<b>Slovensko</b>	<b>189</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>45,4</b>	<b>29,8</b>	<b>15,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>9,0</b>	<b>7,1</b>	<b>5,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>
Prémie/diskont vůči průměru			25%	5%	0%	2%	128%	43%	-2%	-18%	-10%	-9%	-19%	-25%	139%	90%	69%	48%

	EBITDA MARŽE				CAGR Tržby	CAGR EBITDA
	2023	2024e	2025e	2026e	2023-2026e	2023-2026e
AMETEK Inc	30,5%	31,3%	31,8%	31,8%	6%	7%
Sandvik AB	24,3%	23,1%	24,3%	24,6%	3%	4%
Advanced Technology & Materials C	7,9%	8,8%	8,9%	9,7%	9%	17%
American Axle & Manufacturing	11,4%	11,8%	12,0%	11,9%	1%	2%
Carpenter Technology Corp	17,7%	20,7%	21,7%	23,8%	9%	21%
ATI Inc	15,2%	16,7%	18,2%	18,8%	8%	16%
Kennametal Inc	15,8%	16,0%	16,7%	16,4%	2%	3%
Dowlais Group	12,4%	12,1%	13,1%	13,7%	2%	6%
NBTM New Materials	17,1%	17,5%	17,6%	17,3%	24%	25%
<b>Medián</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,6%</b>	<b>17,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,4%</b>
<b>Gevokyan</b>	<b>27,0%</b>	<b>28,1%</b>	<b>29,8%</b>	<b>30,5%</b>	<b>18,3%</b>	<b>23,2%</b>
Prémie/diskont vůči průměru (p.b.)	11,2	11,4	12,2	13,2	12,4	15,8

Zdroj: Česká spořitelna Research, Refinitiv, Bloomberg

Data použitá v tabulce jsou na závěrečných cenách 4.9.2024

## Výhled na výsledky 2Q24

V druhém kvartále očekáváme meziroční růst tržeb asi 21,1 %. Po výrazném meziročním růstu tržeb přes 30 % v prvním kvartálu očekáváme zpomalení růstu způsobené implementací výroby navázané na akvizice. S tím souvisí také náš očekávaný pokles EBITDA marže. Na úrovni provozního zisku očekáváme růst jen v nižších jednotkách procent z důvodu vyšších odpisů.

Pololetní tržby by podle naší predikce pro 2Q24 měly odpovídat mírně přes 50 % výhledu společnosti na rok 2024 a asi 48,4 % naše výhledu na 2024e. Na úrovni EBITDA, kde jsme v celoročním výhledu mírně konzervativnější než firma, to dělá v našem případě 48,7 %, oproti výhledu firmy pak mírně přes 47 %. **Očekáváme od firmy potvrzení celoročního výhledu.**

## Odhad výsledků za 2Q24

### Čtvrtletní výsledky

(EUR, mil)	Odhad	Reportováno	r/r
	2Q24e	2Q23	
Tržby	22,5	18,6	21,1%
EBITDA	5,9	5,3	11,6%
Provozní zisk	2,4	2,4	2,6%
Zisk po zdanění	1,8	1,4	29,4%
EBITDA marže	26,4%	28,6%	-7,8%

Source: GEVORKYAN, Erste Group Research

## Tabulky s výhledem PL, rozvahy a cash flow

Výsledovka	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>(SÚŠ, mil. EUR, 31/12)</b>								
<b>Tržby</b>	<b>54,0</b>	<b>58,7</b>	<b>76,5</b>	<b>97,0</b>	<b>110,9</b>	<b>126,5</b>	<b>142,9</b>	<b>161,0</b>
Spotřeba materiálu, energie	27,1	32,9	40,7	50,4	56,6	63,9	72,2	81,3
Služby	7,6	8,6	12,7	13,0	14,3	16,2	18,1	20,3
Osobní náklady	3,7	4,8	5,0	6,3	7,0	7,8	8,6	9,5
Ostatní příjmy	3,3	9,6	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatní náklady	3,0	4,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>15,9</b>	<b>18,1</b>	<b>20,6</b>	<b>27,2</b>	<b>33,0</b>	<b>38,6</b>	<b>44,0</b>	<b>49,9</b>
Odpisy a amortizace	7,7	9,0	11,8	14,5	14,5	14,6	14,7	14,8
<b>EBIT</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>12,8</b>	<b>18,5</b>	<b>24,0</b>	<b>29,2</b>	<b>35,0</b>
Finanční příjmy	0,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Finanční náklady	4,3	4,8	4,4	5,4	4,5	4,2	3,8	3,4
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>7,4</b>	<b>14,0</b>	<b>20,0</b>	<b>25,6</b>	<b>31,9</b>
Daň z příjmů	1,1	1,1	1,2	1,7	3,2	4,6	5,9	7,0
<b>Čistý zisk</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>10,8</b>	<b>15,4</b>	<b>19,7</b>	<b>24,9</b>
<b>Čistý zisk po minoritách</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>10,8</b>	<b>15,4</b>	<b>19,7</b>	<b>24,9</b>
Čistý zisk na akcii (EUR)	0,14	0,21	0,23	0,34	0,65	0,92	1,18	1,50
<b>Rozvaha</b>								
<b>(SÚŠ, mil. EUR, 31/12)</b>								
Hmotná aktiva	73	90	104	104	105	106	106	107
Nehmotná aktiva	12	11	11	11	11	11	11	11
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>85</b>	<b>102</b>	<b>115</b>	<b>116</b>	<b>116</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>119</b>
Zásoby	20	24	27	37	33	38	43	49
Krátkodobé pohledávky	22	24	31	33	37	42	48	54
Hotovost	1	3	3	3	15	9	21	30
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>86</b>	<b>89</b>	<b>112</b>	<b>132</b>
Časové rozlišení aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>CELKOVÁ AKTIVA</b>	<b>128</b>	<b>152</b>	<b>175</b>	<b>188</b>	<b>202</b>	<b>206</b>	<b>230</b>	<b>251</b>
<b>Vlastní jmění</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>72</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>123</b>	<b>148</b>
Úvěrové závazky	15	8	18	10	10	10	10	10
Dluhopisy	49	49	49	61	61	46	46	38
Závazky z obchodního styku	12	12	20	23	26	30	34	38
Ostatní závazky	11	12	13	13	13	13	13	13
<b>Závazky celkem</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>107</b>	<b>110</b>	<b>99</b>	<b>103</b>	<b>99</b>
Krátkodobé rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení pasivní	3	4	4	4	4	4	4	4
<b>CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ</b>	<b>128</b>	<b>152</b>	<b>175</b>	<b>188</b>	<b>202</b>	<b>206</b>	<b>230</b>	<b>251</b>
<b>Výkaz finančních toků</b>								
<b>(SÚŠ, mil. EUR, 31/12)</b>								
Provozní cash flow	12	11	18	11	27	24	28	33
Investiční cash flow	-18	-23	-22	-15	-15	-15	-15	-16
Finanční cash flow	7	13	4	4	0	-15	0	-8
<b>Změna hotovosti</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>-6</b>	<b>13</b>	<b>9</b>
<b>Marže a poměrové ukazatele</b>								
Růst tržeb	11,9%	8,7%	30,3%	26,8%	14,4%	14,1%	12,9%	12,7%
EBITDA marže	29,4%	30,8%	27,0%	28,1%	29,8%	30,5%	30,8%	31,0%
EBIT marže	14,2%	15,5%	11,6%	13,2%	16,6%	19,0%	20,4%	21,8%
Čistá marže	4,2%	6,0%	4,9%	5,9%	9,7%	12,1%	13,8%	15,5%
ROE	6,2%	5,2%	5,2%	7,4%	12,2%	14,9%	16,0%	16,8%
Podíl vlastního kapitálu	28,9%	44,5%	40,9%	41,1%	43,6%	50,2%	53,6%	59,0%
Čistý dluh	71	62	72	76	63	55	42	25
Dluh k vlastnímu jmění	71%	29%	43%	30%	26%	22%	19%	16%
Celkový investovaný kapitál	109	132	146	156	167	167	187	204

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

[investicnicentrum.cz](http://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, Colt CZ Světové trhy, PMČR, Gevorkyan	Petr Bártek Jan Bystřický	+420/956 765 227 +420/956 765 218	pbartek@csas.cz jbystricky@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 Vladimír Stehno	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 844	oceph@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz vstehno@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 bankovníctví	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 (FSCS) 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 FSCS 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/ČS (5,6)	
	Počet	v %	Počet	v %
Kupovat	3	33,3%	2	25,0%
Akumulovat	3	33,3%	3	37,5%
Držet	2	22,2%	2	25,0%
Redukovat	0	0,0%	0	0,0%
Prodat	0	0,0%	0	0,0%
V revizi	1	11,1%	1	12,5%

### 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.

## Česká spořitelna Research – Podniková analýza

GEVORKYAN, a.s. | Sektor průmyslu

Zveřejněno 09.09.2024

### 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:

ČEZ	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení	Komerční banka	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení				
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení				
14.2.24	848	815	držet	Petr Bártek	6.10.23	785	665	akumulovat	Thomas Unger
26.9.23	1 062	971	akumulovat	Petr Bártek	31.1.23	900	733	kupovat	Thomas Unger
26.1.23	917	876	držet	Petr Bártek	28.1.22	1085	955	akumulovat	Thomas Unger

Moneta	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení	Philip Morris CR	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení				
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení				
22.4.24	105	101,8	držet	Thomas Unger	15.6.22	18160	16100	akumulovat	Jan Šafránek
6.10.23	98	83,4	akumulovat	Thomas Unger	29.6.20	15297	13480	akumulovat	Jan Šafránek
31.1.23	93	81	akumulovat	Thomas Unger	11.8.17	17640	15350	akumulovat	Pavel Smolík
28.1.22	102	92	držet	Thomas Unger	20.6.17	15033	14970	držet	Pavel Smolík

Kofoła	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení	VIG	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení				
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení				
7.10.19	v revizi	290	v revizi	Petr Bártek	28.6.24	39,0	29,4	kupovat	Thomas Unger
22.11.17	490	419	akumulovat	Petr Bártek	30.9.22	28,5	20,9	kupovat	Thomas Unger
4.10.16	534	395	kupovat	Petr Bártek	17.6.21	32,0	32,4	kupovat	Thomas Unger
					30.7.20	25,0	19,4	kupovat	Thomas Unger

Colt CZ	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení	Pilulka	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení				
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení				
19.6.24		680	Pokrytí přerušeno	24.6.24	-	142	Pokrytí ukončeno		
3.10.22	613	520	akumulovat	Petr Bártek	15.3.24	258	234	držet	Jan Šafránek
13.5.21	446	350	kupovat	Petr Bártek	18.7.23	451	460	držet	Jan Šafránek
					5.4.23	v revizi	620	v revizi	Jan Šafránek
					21.6.24		Ukončení pokrytí	v revizi	Jan Bystřický

CTP	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení	Gevorkyan	Tržní cena při vydání	Analytik vydávající doporučení				
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení				
27.3.24	21,0	16,3	kupovat	Cezary Bernatek	9.9.24	315	254	akumulovat	Jan Bystřický
16.3.23	17,6	12,5	kupovat	Cezary Bernatek	15.12.23	302	256	akumulovat	Jan Šafránek
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. Prognózaná 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. Prognózaná 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 zkontrolovat 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. 2024. 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