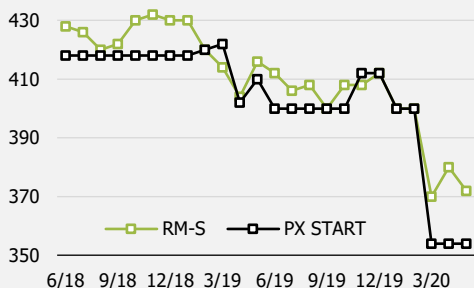


Prabos plus a.s.

Výrobce specializované obuvi ze Slavičína

Cílová cena: 416 CZK
Doporučení: Držet

STARTEEPO stanovilo cílovou cenu na základě metody DCF, a to na úrovni 416 CZK viz sekce Valuace na str. 3.



Graf 1: Měsíční vývoj ceny akcií (6/2018 – 5/2020)

ZOBCHODOVANÝ OBJEM (2019):

PX-START: 8 816 tis. CZK / 22 tis. ks

RM-S: 8 208 tis. CZK / 20 tis. ks

VÝVOJ CENY AKCIÍ¹

Posledních 12 měsíců: 354 – 402 CZK

Dividendový výnos²: 0,0 %

¹ Vztahuje se na cenu na PX-START.

² Výplata dividendy je aktuálně pozastavena.

KAPITALIZACE

Tržní kapitalizace: 354,0 mil. CZK

Čistý dluh³: 67,9 mil. CZK

Enterprise value: 421,9 mil. CZK

Počet akcií: 1 000 000 ks

Free float: 250 000 ks / 25 %

³ k 31. 3. 2020

VÝNOS	1M	YTD	12M
PRABOS	0,0%	-14,1%	-13,7%
PX-TR	+6,3%	-22,3%	-14,7%

UKAZATELE	2019	2020	2021
P/E	13,3x	13,6x	11,8x
EV/EBITDA	8,8x	9,2x	8,3x
EPS (CZK)	26,5	26,1	29,9
EBITDA (mCZK)	48,0	45,8	51,0
Čistý dluh/EBITDA	2,0x	2,0x	1,5x

Pozn.: Údaje k 15. 5. 2020 a vůči ceně 354 CZK na PX-START, není-li uvedeno jinak.

SUMMARY 2019

PRABOS zaznamenal slušný meziroční růst tržeb o 7,3 %. Maržovost zůstala konstantní. Kvůli investicím došlo k nárůstu zadluženosti, ta se však stále drží na rozumné úrovni. Likvidita posílána 50 mil. CZK kontokorentem; cenou je však dočasné pozastavení výplaty dividendy.

TRADING UPDATE Q1/2020

- Tržby:** Meziročně totožné jako v Q1/2019; jednorázově pozitivně ovlivněno ve výši cca 10 mil. CZK posunem fakturace z 4Q/2019 do 1Q/2020 (více na str. 2)
- EBITDA:** Meziročně + 3,2 % na 16 mil. CZK při marži 16,3 %.
- Výrobní kapacita** je ze 100 % naplněna do 5/2020, po zbytek roku zatím na úrovni 50 %.

CO SE Povedlo

VYHRANÝ TENDR NA DODÁVKU BOT PRO ŠVÝCARSKOU ARMÁDU

- Prabosu se na podzim 2019 podařilo uspět v tendru na dodávku bot pro švýcarskou armádu. Kontrakt byl podepsán na následující čtyři roky v objemu 20 000 ks párů bot. Prabos tak získává další významnou referenci v oblasti armádní obuvi.

ZISK OCHRANNÉ ZNÁMKY PROVĚŘENO V POUŠTI OD UNIVERZITY KARLOVY

- Prabos získal jako první firma možnost užívat ochrannou známu Ověřeno v poušti, jež uděluje Univerzita Karlova na základě testování obuvi v podmínkách egyptské pouště výzkumníky z Českého egyptologického ústavu FF UK.

OSTRÉ SPUŠTĚNÍ APLIKACE NA ONLINE VÝBĚR OBUVI

- Společnost po třech letech vývoje dokončila mobilní aplikaci pro 3D sken chodidla. Tato aplikace usnadňuje nákup obuvi skrze eshop Prabos tím, že zákazníkovi umožňuje přesnější výběr velikosti obuvi. Výsledkem by mělo být podpoření prodeje skrze e-shop.

INSTALACE NOVÉHO STROJE

- Společnost v roce 2019 zařadila do provozu nový vstříkolis. Tato investice výrazně navýší kapacitu výroby obuvi přímým nástřikem.

CO MOHLO BÝT LEPŠÍ (...ale Prabos nemohl ovlivnit).

RŮST MZDOVÝCH NÁKLADŮ

- Osobní náklady meziročně vzrostly o 18,3 %. Důvodem byl růst minimální mzdy, jež způsobil související růst tarifních mezd v Prabosu. Navíc však musel být navýšen i motivační program. Růst minimální mzdy tak byl jakýmsi „přilivem“, jež simultánně navýšil mzdové náklady a odměny.

POZASTAVENÍ VÝPLATY DIVIDENDY

- Management Prabosu se z obezřetnostních důvodů rozhodl pro otevření úvěrové linky (kontokorent) s limitem 50 mil. CZK v souvislosti se situací vzniklou kvůli pandemii koronaviru (cílem je posílit cashflow firmy v případě zpomalení/zhoršení platební morálky odběratelů). Podmínkou úvěrující banky však byl odklad výplaty dividendy za rok 2019. Management indikoval, že by k výplatě mohlo dojít v Q4/2020, pokud nedojde k výraznému zhoršení situace. Alternativou je potom výplata dividendy za rok 2019 společně s dividendou 2020, tj. v roce 2021.

POPIS HOSPODAŘENÍ ZA ROK 2019

TRŽBY

Tržby Prabosu dosáhly 381,3 mil. CZK, což znamená slušný meziroční růst o 7,3 %. Oproti plánu se však jedná o 4,6 % méně (plán 399,7 mil. CZK). Tržby však byly jednorázově negativně ovlivněny posunem odběru zboží Armádou ČR místo Q4/2019 až do Q1/2020. Část tržeb (cca 10 mil. CZK) tak spadla až do roku 2020. Související náklady však byly zúčtovány ještě do roku 2019 (viz prezentace Prabos na START DAY 5/2020). Bez tohoto jednorázového efektu by upravené tržby dosáhly 391 mil. CZK vs plán 399 mil. CZK.

PROVOZNÍ NÁKLADY

- **Výkonová spotřeba** (spotřeba materiálu, náklady na prodané zboží, energie, náklady na služby, kooperace...) vzrostly o 11,3 % což ve výsledku vedlo k poklesu hrubé marže na 26,8 % (28,6 % při upravených tržbách) vs. 29,5 % v 2018. Důvodem jsou primárně vyšší náklady na materiál, pozitivem je naopak růst prodejní marže na prodaném zboží.
- **Mzdové náklady** silně vzrostly o 18,7 %. Hlavním důvodem je již zmíněný růst minimální mzdy a s tím související růst tarifních mezd a motivačních odměn.
- **Odpisy zásob a pohledávek** – rok 2019 byl silně ovlivněn jednorázovými položkami. Došlo k odpisu zásob bot antimina, jež byly historicky určeny pro indickou armádu. Odpis byl ve výši 13,6 mil. CZK. Dále došlo k odpisu historických pohledávek ve výši téměř 10,5 mil. CZK. Souvstažně k tomuto však došlo k zrušení opravných položek (OP) v celkové výši téměř -9 mil. CZK. Dále ještě došlo k tvorbě opravné položky k materiálu ve výši 1,8 mil. CZK. Tyto jednorázové náklady silně ovlivnily ziskovost (viz níže).

PROVOZNÍ ZISKOVOST

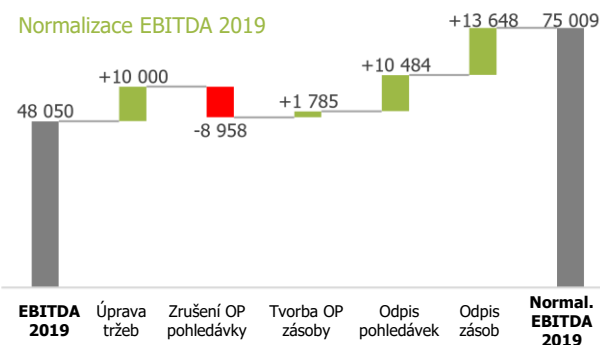
- **EBITDA** dosáhla 48 mil. CZK, meziročně o 7,5 % více při EBITDA marži 12,6 % (2018 12,6 %). Pokud bychom vzali v potaz zmíněné jednorázové efekty (přesun části tržeb, odpisy

CO ČEKÁME V ROCE 2020 A DÁL / INVESTIČNÍ TEZE

- **Tržby:** V souvislosti s pandemií COVID-19 očekává management Prabosu pokles tržeb o minimálně 10 % v porovnání s rokem 2019 v segmentu safety a outdoor/freetime. V klíčovém segmentu uniform a fire&rescue, tj. veřejné zakázky, se neočekává výrazný propad. Dle indikace managementu by celkové tržby měly zaznamenat mírný růst o ca. 1,7 %. Pro další období predikce aplikujeme již dříve indikovaný růst ve výši 5 – 6 % p.a.
- **Hrubá marže:** Pro toto období uvažujeme konstantní hrubou marži ve výši 29 % (průměr 2016 – 2019 29,1 %).
- **Mzdové náklady:** V roce 2020 došlo k opětovnému navýšení min. mzdy o 9,4 %. Vzhledem k očekávané recesi však již nebude tlak na následné zvyšování motivační složky – mzdové náklady by měly růst o 7,2 % v 2020. 2021, 2022, 2023 modelujeme růst o 3 %, 4 % a 5 % p.a.
- **Investice / odpisy:** Dle indikace managementu nejsou plánovány žádné významné investice ve střednědobém horizontu. V našem modelu uvažujeme roční investice do fixního kapitálu ve výši 2 % ročních tržeb.
- **EBITDA:** Výše uvedené předpoklady implikují 11,8 % EBITDA marži pro rok 2020. Marže se vrátí nad úroveň 12 % od roku 2021 (12,4 % v 2021 a 12,8 % v 2022 a 2023).
- **Finanční náklady / zadlužení:** Dle indikace managementu se neplánuje žádná výrazná změna v kapitálové struktuře / žádné významné navýšení dluhu. J. Palát indikoval, že ve Společnosti dále plánuje ponechat peníze ve formě akcionářské půjčky a neplánuje její sesplatnění v střednědobém horizontu (pozitivní dopad na úrokové náklady, cashflow a náklady kapitálu díky nízkému úročení). Celková páka (čistý dluh/EBITDA) by měla klesnout na 0,7x v roce 2023.
- **Dividenda:** Management má stanoven dlouhodobý výplatní poměr na úrovni 60 % čistého zisku, což by za rok 2020 implikovalo dividendu 15,8 CZK na akcii a div. výnos 4,4 %. Vzhledem k plánované absenci výrazných investic a relativně nízké výši zadlužení si myslíme, že existuje prostor pro případné navýšení výplatního poměru.

pohledávek, zásob ...) Prabos by dosáhl EBITDA ve výši 75 mil. CZK při marži 19,7 %.

Normalizace EBITDA 2019



FINANČNÍ NÁKLADY / ZADLUŽENÍ (k 31.3.2020)

- **Finanční výsledek hospodaření** – Prabos těží z nízkou úročených akcionářských úvěrů poskytnutých CEO J. Palátem po IPO v roce 2018 (úrok 1,7 % p.a.; úvěry mají roční splatnost, J. Palát se nicméně vyjádřil, že neplánuje sesplatnění těchto úvěrů v střednědobém horizontu). Průměrné úročení dluhových závazků v roce 2019 tak bylo pouze 2,5 % p.a.
- **Zadlužení** – Celková zadluženost ke konci Q1/2020 dosahovala 76,7 mil. CZK (bankovní úvěry 24,4 mil. CZK + akcion. úvěr 52,8 mil. CZK). Poměr dluhu k vlastním kapitálům 55,4 % a čistý dluh/LTM EBITDA 1,47x. Z pohledu zadlužení si tak Prabos udržuje konzervativní profil, což bylo vždy cílem managementu. Jak již bylo zmíněno, Prabos začátkem roku 2020 otevřel kontokorentní linku s limitem 50 mil. CZK pro posílení cashflow. Pokud by Prabos načerpal celý objem, pořád by si udržoval relativně zdravé zadlužení na úrovni 2,6x čistého dluhu k EBITDA. Dle našeho názoru nízká zadluženost dává prostor k případnému navýšení výplatního poměru dividendy ze současných 60 % čistého zisku.

RIZIKA / FAKTORY, KTERÉ JE TŘEBA SLEDOVAT

- **COVID-19 / situace po konci pandemie:** Management se vyjádřil, že vydá přesnější guidance výsledků 2020 v druhé polovině roku. Investoři by tak měli pozorně sledovat vyjádření managementu Prabosu ohledně dopadu pandemie na očekávané výsledky hospodaření. Rizikem může být (i) vyšší než očekávaný propad tržeb, (ii) růst cen vstupů a následný tlak na maržovost, (iii) tlak na pracovní kapitál z důvodu zhoršené platební morálky odběratelů či naopak tlak

na rychlejší splatnost ze strany dodavatelů (body (ii) a (iii) jsou uvažovány v našem modelu).

- **Dividenda:** Úvěřující banka si vynutila pozastavení výplaty dividendy za rok 2019. Management očekává výplatu dividendy 2019 na podzim roku 2020, či spolu s dividendou za rok 2020 v roce 2021. Investor by tak měl rovněž sledovat vývoj ohledně dividendy.

VALUACE

Starteepo stanovuje roční cílovou cenu na základě metody DCF (diskontovaných cashflows) ve výši 416 CZK, což implikuje 10,1 % upside vůči ceně na RM-Systému (378 CZK) a 17,5 % upside vůči ceně na PX-START (354 CZK). Vzhledem k nejisté současné situaci však dáváme doporučení Držet.

Valuace vychází z finančních předpokladů uvedených managementem Společnosti a výše uvedených předpokladů (viz sekce CO ČEKÁME V ROCE 2020 A DÁL / INVESTIČNÍ TEZE), jež jsou distilovány do finančního plánu uvedeného níže.

Zjednodušený VZZ (v tis. CZK)	A2017	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023
Výnosy	329 577	355 421	381 319	387 401	410 161	432 929	456 695
Výkonová spotřeba	221 154	250 637	279 080	275 055	291 214	307 380	324 253
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-16 063	-6 193	-37 302	-14 268	-15 106	-15 945	-16 820
Aktivace	-3 852	-6 108	-6 379	-6 890	-7 295	-7 700	-8 123
Osobní náklady	67 564	67 889	80 290	86 304	88 906	92 462	97 536
Odpisy	7 565	8 595	9 061	10 454	11 251	11 275	11 558
Úpravy hodnot zásob	-302	-862	1 785	0	0	0	0
Úpravy hodnot pohledávek	3 513	1 390	-8 958	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	16 346	3 968	10 262	500	500	500	500
Ostatní provozní náklady	10 683	7 951	35 015	1 900	1 930	1 960	1 990
Provozní výsledek hospodaření	55 661	36 090	38 989	35 347	39 761	43 997	46 800
EBITDA	63 226	44 685	48 050	45 801	51 013	55 273	58 358
EBIT marže %	16.9%	10.2%	10.2%	9.1%	9.7%	10.2%	10.2%
EBITDA marže %	19.2%	12.6%	12.6%	11.8%	12.4%	12.8%	12.8%
Finanční výsledek hospodaření	-3 233	-5 262	-3 840	-3 094	-2 838	-2 666	-2 524
Výsledek hospodaření před zdaněním	52 428	30 828	35 149	32 254	36 924	41 332	44 276
Daň z příjmu	9 982	6 057	8 615	6 128	7 016	7 853	8 412
Výsledek hospodaření za účetní období	42 446	24 771	26 534	26 125	29 908	33 479	35 863
Čistá marže %	12.9%	7.0%	7.0%	6.7%	7.3%	7.7%	7.9%
Zjednodušená rozvaha (v tis. CZK)	A2017	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023
AKTIVA	229 758	251 597	270 015	287 821	286 687	283 238	291 721
Dlouhodobý nehmotný majetek	12 606	13 059	13 000	12 933	12 866	12 799	12 732
Dlouhodobý hmotný majetek	62 279	61 176	75 756	73 117	70 136	67 586	65 229
Oběžná aktiva	152 421	174 706	178 717	199 115	201 029	200 196	211 104
Zásoby	123 822	134 779	150 721	150 715	155 580	158 322	167 013
Pohledávky z obchodního vztahu	17 129	13 981	13 421	31 841	28 093	23 722	25 024
Peněžní prostředky	10 082	24 454	5 313	13 559	14 356	15 153	16 067
PASIVA	229 758	251 597	270 015	287 821	286 687	283 238	291 721
Vlastní kapitál	115 371	114 431	126 231	136 436	150 669	166 203	181 979
Cizí zdroje	112 556	135 279	141 971	149 499	134 132	115 149	107 857
Dlouhodobé závazky	26 201	22 679	35 314	29 472	21 954	14 842	8 773
Bankovní úvěry	24 170	20 002	30 014	24 172	16 654	9 542	3 473
Krátkodobé závazky	86 355	112 600	106 657	120 027	112 178	100 307	99 084
Závazky z obchodního vztahu	41 283	41 950	25 192	26 375	27 925	33 685	35 535
Bankovní úvěry	21 000	366	17 916	30 103	20 705	3 072	0
Akcionářské úvěry	4 669	55 137	52 445	52 445	52 445	52 445	52 445
Zjednodušený výkaz cashflow (v tis. CZK)	A2017	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023
Stav peněžních prostředků na začátku období	7 059	10 082	24 454	5 314	13 560	14 357	15 154
Cashflow z provozní činnosti	26 085	51 524	6 354	25 569	41 592	52 145	39 277
Cashflow z investiční činnosti	-11 743	-7 919	-23 395	-7 748	-8 203	-8 659	-9 134
Cashflow z finanční činnosti	-11 319	-29 233	-2 099	-9 575	-32 592	-42 689	-29 229
Zvýšení / snížení peněžních prostředků	3 023	14 372	-19 140	8 246	797	797	915
Stav peněžních prostředků na konci období	10 082	24 454	5 314	13 560	14 357	15 154	16 068
Finanční ukazatele	A2017	A2018	A2019	F2020	F2021	F2022	F2023
Počet akcií	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
EPS	42.4	24.8	26.5	26.1	29.9	33.5	35.9
DPS	n.m.	14.7	15.9	15.9	15.7	17.9	20.1
BPS	115.4	114.4	126.2	136.4	150.7	166.2	182.0
Čistý dluh/EBITDA	0.6x	1.1x	2.0x	2.0x	1.5x	0.9x	0.7x

UPOZORNĚNÍ

Tato analýza byla vypracována analytickým týmem poradenské společnosti STARTEEPO s.r.o. se sídlem Plynární 1617/10, 170 00 Praha 7 - Holešovice („Společnost“).

Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v analýze uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech Společnosti nebo důvěryhodných zdrojů.

Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Analýza představuje názor Společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn analýzy není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Pokud se v analýze hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, a jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů, a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je Společnost. Společnost nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Tento dokument není prospektem, nabídkou ani doporučením k nákupu či prodeji cenných papírů, majetku či aktiv, ani znaleckým posudkem.

KONTAKT

STARTEEPO s.r.o.
Plynární 1617/10, 170 00 Praha 7 - Holešovice

František Bostl
Managing Partner
bostl@starteepo.com
+420 604 215 002

Adam Maryniok
Associate
maryniok@starteepo.com
+420 776 004 979