

ANALYTICKÁ ZPRÁVA

Prabos plus a.s.



prabos

Obsah

- 3. Představení společnosti a trhu
 - 8. Historická finanční analýza společnosti
 - 11. SWOT analýza
 - 12. Valuace společnosti
 - 18. Investiční doporučení
-

Představení společnosti a trhu

Základní informace

Prabos plus a.s. („Prabos“) patří mezi největší české výrobce obuvi s přesahem do regionu centrální a východní Evropy. Firma dodává anebo dodávala své produkty do Litvy, Švýcarska, Polska, Nizozemska, či Velké Británie. Společnost se koncentruje hlavně na výrobu pracovní nebo bezpečnostní obuvi na základě veřejných zakázek. Společnost také vyrábí obuv pro volnočasové aktivity a do zvláštních podmínek. Jedná se tak běžně o obuv vojenskou, hasičskou, policejní, treckovou, loveckou či outdoorovou. Společnost využívá patentované materiály Gore-Tex, Vibram nebo 3M Thinsulate a své produkty certifikuje.



Tradice společnosti sahá až do roku 1860, kdy společnost zpracovávající usně Japis začala po první světové válce výrobu obuvi. Později v roce 1948 byla společnost znárodněna a pak v roce 1991 se závod přeměnil na samostatnou jednotku společnosti Svit Zlín. V roce 2006 firmu společně akvírovali Jaroslav Palát a Juraj Vozár. Dva roky na to jí prodali polské firmě Protektor, která jí ale nedokázala úspěšně vést a společnost tak přišla o svoji pozici na trhu i licenci Gore-Tex. V roce 2012 Jaroslav Palát a Juraj Vozár znovu společnost koupili a obnovili licenci Gore-Tex. K dnešnímu dni společnost většinou vlastní Ing. Juraj Vozár, který odkoupil podíl od Jaroslava Paláta.

Společnost Prabos plus a.s. IČO: 262 72 857 sídlí na adrese Komenského 9, 763 21 Slavičín, vedena u Krajského soudu v Brně pod sp. zn. B 3864. ISIN společnosti: CZ0005131318, BIC: BAAPRPM, free float: 250 tis. kusů z celkového emitovaného množství 1 mil. kusů.

27. dubna 2018 Česká národní banka schválila prospekt pro účely veřejné nabídky akcií společnosti Prabos. Prabos byl kótován na pražské burze cenných papírů 26. června 2018. Akcie společnosti se začaly obchodovat na ceně 418 Kč. Společnost o něco dříve, 8. června 2018 byla kótovaná i na burze RM-Systém, kde se začala obchodovat na 400 Kč za akcii. Nově získaný kapitál firma plánovala použít na refinancování bankovních úvěrů a otevření nové továrny na Ukrajině pro další rozvoj. Z celkově nabízených 150 tis. kusů při IPO na trhu START pražské burzy bylo umístěno 55 625 kusů za cenu 400 Kč na akcii, čímž byla firma oceněna na 400 milionů korun. IPO zprostředkovala finanční skupina STARTEEPO s.r.o. Do vstupu na trh START a RM-Systém společnost vlastnili rovným dílem Juraj Vozár a Jaroslav Palát, který snížil svůj podíl na 35,3 % po úpisu akcií. Zbýlých 14,7 % tak vlastnili další minoritní investoři.

Business model

Prabos je čistě obuvnická společnost a řadí se mezi přední výrobce v CEE regionu. Kvalitou svých výrobků i cenou je schopen konkurovat větším nadnárodním společnostem. Společnost k prodeji svých výrobků využívá 3 kanály: veřejné zakázky, velkoobchodní a maloobchodní prodej. Zakázkově vyrábí pro specializované profese, bezpečnostní a záchranné složky, nebo pro armády v zemích CEE regionu, ale i v Německu, Švýcarsku, nebo Velké Británii. Velkoobchodní prodej probíhá se známými společnostmi jako je ČEZ, Hyundai, Škoda Auto, Panasonic nebo Lesy ČR. Maloobchodní prodej společnosti zprostředkovávají partnerské prodejny. Prabos má i vlastní webové stránky, kde prodává především volnočasovou obuv, ale i do zvláštního terénu.

Vzhledem ke svému podílu na firemních tržbách je Prabos poměrně závislý na státních zakázkách. Pokud je tedy společnost méně úspěšná ve vyjednání masové zakázkové výroby, může se to odrazit na klíčových finančních položkách. Ovšem tendry mají i své výhody. Taková výroba podléhá méně ekonomickým cyklům, kdežto velkoobchodní a maloobchodní kanály jsou značně ovlivnitelné těmito cykly. V případě úspěšného vyjednávání to může podržet finance společnosti ve slabších obdobích. Například během pandemie COVID-19 byla díky těmto tendrům poptávka po jejích produktech zajištěna.

Úzce zaměřená výroba s sebou přináší možnost větší specializace a ve výsledku vede k lepší optimalizaci výrobku, ale také menší diverzifikaci. Nicméně, obuv je typ produktu s nízkou elasticitou poptávky a patří k nezbytným položkám v mnoha profesích. Úspěch společnosti se silně odvíjí od cen vstupů a ekonomických poměrů v cílových trzích. Výhodou Prabosu ovšem je, že je schopna nastavovat ceny svých výrobků a reagovat tak na případné výkyvy v cenách surovin. Nevýhodou je, že vzhledem ke své menší velikosti může ztrácet v konkurenčním boji proti větším výrobcům, kteří si jsou schopni zajistit levnější vstupy vzhledem k objemu objednávek.

Společnost je schopna vyrábět obuv za použití pokročilých technologií, čímž dosahuje vysoké kvality a je tak schopna obsáhnout atypické požadavky klientů. Současně se tím společnost vystavuje rizikům v případě problémů s dodavatelskými řetězci speciálních tkání a materiálů. V sektoru diskrečních výrobků jsou výrobky Prabosu kvalitou i cenou srovnatelné se standardy na evropských trzích. Společnost díky zručnosti výroby těží z výhod udělených certifikací, které zaručují požadovanou kvalitu výrobků. Také ve výrobě využívá pokročilé patentované technologie materiálů: GORE-TEX®, CROSSTECH®, VIBRAM, 3M THINSULATE, DOW, AIRMESH apod.

Vzorky výrobků



Pevná podešev



Ultra lehká



Nepromokavá



Tužinka

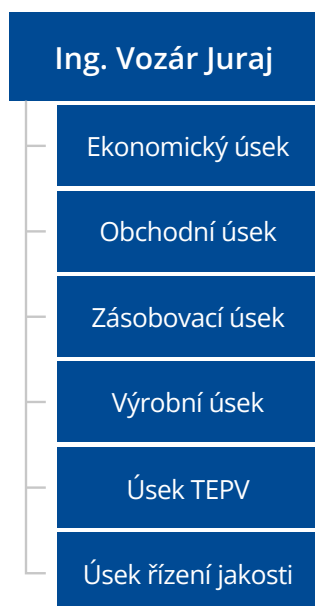


Ohnivzdorná



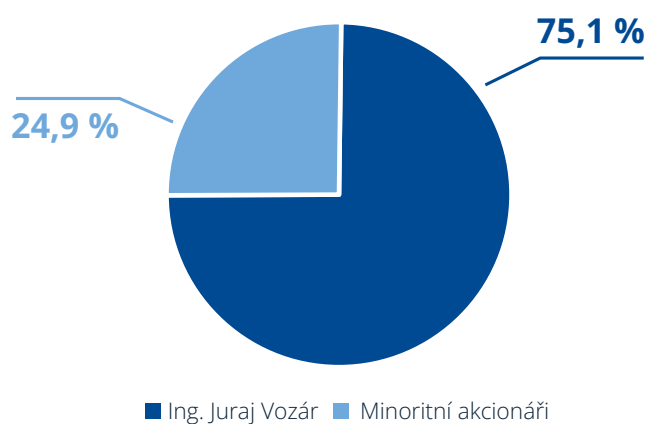
Stabilní

Vlastnická a organizační struktura



Společnost Prabos zaměstnává více než 200 zaměstnanců a organizační struktura podniku je rozdělena na 6 úseků. Pod ekonomický úsek spadá účetní a ekonomické oddělení, také oddělení kalkulací, personální a IT. Obchodní úsek zahrnuje obchodní oddíl tuzemský a exportní, marketing, sklad obuvi a podnikovou prodejnu. Zásobování má na starosti oddělení nákupu a skladu materiálů. Výrobní úsek je nejsložitější a zahrnuje oddělení údržby, oddělení SVZ, přípravný úsek a tiskárnu. Také výrobu zajišťuje dispečerka, dílenská plánovačka, konfekční dílna, šicí dílna, vstříkolisy, laboratorní úsek a oprava obuvi. Do úseku TEPV spadají návrháři, modelář, a technologové konfekční, vzorkové a šicí dílny. Řízení jakosti probíhá v oddělení reklamací, TK konfekční a šicí dílny. Ředitel společnosti má přímo pod sebou asistentku, koordinátora vývoje a projektanta.

Podle dostupných údajů většinu společnosti vlastní její ředitel Ing. Juraj Vozár – 75,06 %. Zbýlých cca 24,9 % vlastní minoritní akcionáři.



Zdroj: Prabos plus

Trh – pandemie, válka na Ukrajině a monetární politika

Ve světle událostí v posledních letech, zejména pandemie a války na Ukrajině docházelo k výrazným negativním vlivům. Ty se propisovaly s různou intenzitou do výkonnosti společností a to vyššími cenami vstupů a také jejich nižší dostupností. To vedlo nejen k deformaci odhadů budoucích vývoju ale i k utlumení poptávky a změně zaběhlých zvyklostí. Spotřebitelé se například uchylují k levnějším substitutům nižší kvality a odkládají zbytnou spotřebu. Narušení dodavatelských řetězců zhoršilo mezinárodní obchod, což se odrazilo na produktivitě společností. Segment pracovní a volnočasové obuvi patřila k výrazně postiženým vlivem těchto událostí. Pokles zájem o volnočasové aktivity a spousta firem zredukovala počet kamenných prodejen. Pokles celkové výroby vedl k nižší poptávce po specializovaném oděvu a to se nevyhnulo ani obuvi. V důsledku válečného konfliktu došlo k dalšímu narušení některých dodavatelských řetězců a extrémnímu nárůstu cen energií. V kombinaci s trendem předzásobování se to vedlo ke kompresi volných peněžních toků. Ačkoli již došlo k výraznému zlepšení cen energií, dodavatelských řetězců a cen komodit, stále setrvávají jejich účinky, které zdražují výrobu. Během roku 2021 a 2022 byli výrobci schopni tyto cenové tlaky přenášet na spotřebitele. Ovšem to se začíná měnit a od konce roku 2022 dochází k dezinflaci v západních ekonomikách a to za cenu zpomalení ekonomické aktivity.

Centrální banky účelně zvedají klíčové úrokové sazby aby utlumily inflační růst tím, že utlumí bohatství obyvatelů a podniků a tím pádem jejich poptávku po zbytném zboží a službách. Ovšem v důsledku pandemie a války na Ukrajině cenové tlaky na vstupy ještě pořád jsou výrazné a nestihly se vrátit k normálu. Prostředí slabší poptávky a cenových tlaků na straně vstupů povede k výrazným tlakům na ziskové marže společností. Na rozdíl od roku 2021 a 2022 si totiž výrobci již nemohou dovolit navyšovat ceny rychlým tempem a přenášet tak tyto náklady na spotřebitele. Tato situace bude pokračovat a pravděpodobně se i zhorší. V takovém prostředí se zodpovědné společnosti budou snažit zefektivnit svoje podniky a to hlavně na straně nákladů. Často tak dochází k propouštění zaměstnanců, digitalizaci prodeje, zpomalení výroby a snižování cen produktů. Společnosti s menším dluhem a většími zásobami peněz toto období přejdou lépe, než ostatní.

Trh – konkurence, export a fiskální politika

Evropský obuvnický průmysl čelí silné konkurenci nadnárodních korporací, původem především z Číny a také Vietnamu. Zhruba 90 % světové produkce obuvi je nyní koncentrováno v Asii. Konkurovat čínským společnostem v oblasti masové výroby je pro evropské společnosti často nesmyslné, neboť úspory z rozsahu, levná pracovní síla a propracovanost dodavatelských řetězců hrají do karet právě těmto asijským exportérům. Čím se ale výrobci v Evropě mohou odlišit je například kvalitou a specializací. Jedná se tak často o obuv se specifickými vlastnostmi, které nepodléhají masové čínské výrobě, anebo nedosahují požadovaných norem a kvalit. V ČR aktuálně podnikají střední desítky jednotek společností v průmyslu obuvnictví a zhruba polovina jejich produkce míří do zahraničí, podle údajů české obuvnické a kožedělné asociace za rok 2021. Export míří především do evropských zemí a to zejména do Německa, Rakouska a Polska.

Obuvnický sektor tak jako mnoho dalších v Evropě čelí tíživé situaci v oblasti pracovního trhu, kdy je problém zaměstnat dostatečný počet odborníků v tomto úzce zaměřeném odvětví. Ačkoliv v důsledku ekonomického zpomalování v posledních letech dochází k postupnému omezení výroby a tedy poptávky po obuvi, specializovaná obuv, obzvláště v sektoru bezpečnostních prací by neměla být výrazně narušena.

Výhodou společnosti Prabos je výrazné zastoupení státních zakázek v celkové poptávce po jejich produktech. Jedná se tak hlavně o armádu ČR a policii ČR. Ale ani bezpečnostní sektor není plně imunní proti ekonomickým cyklům a obzvláště změnám ve fiskálním hospodaření. Vysoké výdaje a s tím související svižné tempo zadlužování vlád západních zemí povede ke konzervativnější fiskální politice, kdy se výdaje států budou pravděpodobně snižovat. To by mohlo znamenat mírný pokles zaměstnanosti v bezpečnostních složkách státní správy. Avšak tento efekt by se mohl vyrušit s plánovaným zvýšením financování, který poslanci v letošním roce podpořili. Související vládní novela zavazuje ČR vynakládat 2 % HDP na obranu, návrh zákona by mohl nabýt účinnosti už od července, vztahoval by se tedy již na státní rozpočet pro rok 2024.

Trh – statistiky a výhled na 2023

Podle údajů Českého statistického úřadu tržby specializovaných prodejen s oděvy, obuví a koženými výrobky ke konci minulého roku zpomalovaly, což je v kontrastu s velmi silným začátkem roku 2022, kdy rostly o 200 % a více. Ke konci 2022 se situace obrátila a výnosy těchto prodejen meziročně začaly klesat velmi mírným tempem kolem 2 % a méně. Od počátku letošního roku dochází k mírnému oživení poptávky vlivem teplejšího počasí, což obchodníkům svědčí – na meziroční bázi jejich výnosy nyní rostou o střední jednotky procent.

Globální růst obuvnického odvětví je spíše pomalejší, ale pro společnost Prabos to má jen omezený význam. Očekává se růst segmentu ze současných 378 miliard dolarů na 440 miliard v roce 2030, což představuje složenou roční míru růstu (CAGR) pouhých 1,9 % podle údajů Global Industry Analysts, Inc. Jedná se tak o snížení odhadu růstu a prodloužení období na dosažení oněch 440 miliard, oproti předešlým analýzám. Analytici mimo jiné publikovali výhled na rok 2023 v němž upozorňují, že v důsledku velkých nejistot ohledně dalšího vývoje ekonomiky, inflace a válečného konfliktu na Ukrajině budou spotřebitelé konzervativnější ve vztahu ke svým výdajům. Dále zmiňují, že vzhledem k vysokým úrokovým sazbám se tvorba nových pracovních míst zpomalí a to ovlivní hospodářský růst.

Kapitálové výdaje podniků budou prý padat s tím jak bude docházet ke zvolnění v tempu investic v důsledku obav z vyšší inflace a slabší poptávky. Upozorňují tím na velké riziko příchozí recese v letošním roce. Existují obavy z nových ohnisek COVID a již tak nejistá post pandemická reakce Číny představuje reálné riziko, že svět letos zažije akutnější bolesti dodavatelského řetězce a narušení výroby. Nestabilní finanční trhy, rostoucí obchodní napětí, přísnější regulační prostředí a tlak na zohlednění změny klimatu v ekonomických rozhodnutích ještě umocní složitost výzev, kterým podniky čelí. Analytici Global Industry Analysts, Inc. dále očekávají, že rok 2023 bude pro většinu trhů, investorů a spotřebitelů náročný. Nicméně dodávají, že pro podniky a jejich vedoucí představitele, kteří dokáží vytyčit cestu vpřed s odolností a přizpůsobivostí, se vždy najde příležitost. Je třeba vzít v potaz, že tato analýza se týká celého odvětví obuvi, včetně módní a tím pádem má omezený vypovídající význam pro odvětví specializované obuvi.

Historická finanční analýza společnosti

| AKTIVA | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktiva Celkem | 251.6 | 270.0 | 290.3 | 301.4 | 326.8 |
| Dlouhodobý majetek | 74.2 | 88.8 | 87.5 | 93.1 | 91.6 |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 13.1 | 13.0 | 12.8 | 12.5 | 12.3 |
| Ocenitelná práva (Soft + Ost.Oc.prava) | 12.3 | 12.8 | 12.6 | 12.4 | 12.2 |
| Jiný dlouhodobý nehmotný majetek | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| Dlouhodobý hmotný majetek | 61.2 | 75.8 | 74.8 | 80.6 | 79.3 |
| Pozemky | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| Stavby | 29.3 | 30.1 | 29.9 | 29.1 | 31.7 |
| Samostatné movité věci a soubory | 28.8 | 39.9 | 39.2 | 45.7 | 43.0 |
| Nedokončený DHM | 0.9 | 3.1 | 3.5 | 3.3 | 2.4 |
| Poskytnuté zálohy na DHM | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.4 | 0.0 |
| Dlouhodobý finanční majetek | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Oběžná aktiva | 174.7 | 178.7 | 198.3 | 204.2 | 231.1 |
| Zásoby | 134.8 | 150.7 | 126.6 | 138.6 | 184.9 |
| Materiál | 36.7 | 33.6 | 33.5 | 39.6 | 54.1 |
| Nedokončená výroba a polotovary | 20.2 | 20.2 | 13.7 | 26.5 | 23.5 |
| Výrobky | 67.9 | 90.9 | 75.0 | 68.9 | 103.2 |
| Zboží | 8.9 | 6.1 | 4.0 | 3.5 | 3.5 |
| Poskytnuté zálohy na zásoby | 1.0 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.6 |
| Dlouhodobé pohledávky | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Krátkodobé pohledávky | 15.5 | 22.7 | 32.3 | 11.4 | 33.2 |
| Pohledávky z obchodních vztahů | 14.0 | 13.4 | 29.2 | 11.4 | 12.8 |
| Stát - daňové pohledávky | 0.0 | 1.6 | 0.0 | 0.0 | 3.7 |
| Jiné pohledávky | 1.4 | 7.7 | 3.1 | 0.1 | 16.7 |
| Krátkodobý finanční majetek | 24.5 | 5.3 | 39.5 | 54.2 | 13.0 |
| Pokladna | 0.8 | 0.3 | 0.8 | 0.7 | 2.1 |
| Bankovní účty | 23.7 | 5.1 | 38.7 | 53.5 | 10.9 |
| Časové rozlišení | 2.7 | 2.5 | 4.4 | 4.1 | 4.0 |
| Náklady příštích období | 2.6 | 2.5 | 4.3 | 3.8 | 2.2 |
| Příjmy příštích období | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 1.9 |

Zdroj: Prabos plus

Ukazatel obratu dlouhodobého hmotného majetku se trvale pohybuje kolem 4, což znamená, že společnost s každou utracenou korunou na dlouhodobý hmotný majetek generuje tržby ve výši 4 Kč. Jedná se o zdravý a v čase stabilní poměr.

Current ratio je poměr měřící likviditu společnosti a její flexibilitu ve splácení krátkodobých dluhů. Poměr má historicky tendenci se zlepšovat a z 1,6 v roce 2018 se tento poměr dostal na 4,8 v roce 2021 a 3,6 v roce 2022. Jedná se o solidní hodnoty a ukazuje to, že společnost má dostatek likvidity.

Peněžní zásoba společnosti je relativně tenká na historické poměry – společnost si v posledním roce také vypůjčila více než 25 milionů Kč, to může poukazovat na složitou finanční situaci.

Ukazatel obratu zásob společnosti se historicky pohybuje kolem 2 a pouze v posledním roce se zhoršil na 1,45. Ukazuje to, že společnost může mít potíže s prodejem vlastních výrobků. Které tak končí na skladě. To je mimo jiné také odraženo na nižších tržbách společnosti.

Ukazatel obratu pohledávek historicky kolísá mezi 15 a 20, což jsou dobré hodnoty. Znamená to, že společnost nemá problém s pohledávkami a dokáže je efektivně vybírat od klientů. Společnost nemá žádné dlouhodobé pohledávky, což je také pozitivní.

| PASIVA | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Pasiva Celkem | 251.6 | 270.0 | 290.3 | 301.4 | 326.8 |
| Vlastní kapitál | 114.4 | 126.2 | 151.5 | 190.9 | 198.4 |
| Základní kapitál | 52.2 | 52.2 | 52.2 | 52.2 | 52.2 |
| Kapitálové fondy | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku | 3.7 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| Ostatní rezervní fondy | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| Statutární a ostatní fondy | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Výsledek hospodaření minulých let | 33.7 | 43.5 | 70.6 | 80.5 | 120.3 |
| Nerozdělený zisk minulých let | 33.7 | 43.5 | 70.0 | 80.5 | 120.3 |
| Výsledek hospodaření běžného účetního období | 24.8 | 26.5 | 24.8 | 54.3 | 21.9 |
| Cizí zdroje | 135.3 | 142.0 | 136.1 | 107.5 | 120.2 |
| Rezervy | 0.0 | 0.0 | 3.4 | 3.5 | 2.6 |
| Ostatní rezervy | 0.0 | 0.0 | 3.4 | 3.5 | 2.6 |
| Dlouhodobé závazky | 2.7 | 5.3 | 5.5 | 40.6 | 6.1 |
| Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 34.7 | 0.0 |
| Odložený daňový závazek | 2.7 | 5.3 | 5.5 | 5.9 | 6.1 |
| Krátkodobé závazky | 112.2 | 88.7 | 104.0 | 42.3 | 64.6 |
| Závazky z obchodních vztahů | 42.0 | 25.2 | 32.3 | 25.8 | 24.4 |
| Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 55.1 | 52.4 | 52.4 | 0.0 | 13.0 |
| Závazky ke společníkům | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| Závazky k zaměstnancům | 3.3 | 3.8 | 4.3 | 4.8 | 4.9 |
| Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění | 1.9 | 2.2 | 4.2 | 4.1 | 4.2 |
| Stát - daňové závazky a dotace | 7.9 | 0.8 | 6.3 | 7.3 | 17.8 |
| Dohadné účty pasivní | 2.0 | 4.0 | 4.4 | 0.2 | 0.1 |
| Jiné závazky | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Bankovní úvěry a výpomoci | 20.4 | 47.9 | 23.2 | 21.2 | 46.9 |
| Bankovní úvěry dlouhodobé | 20.0 | 30.0 | 20.5 | 21.2 | 46.9 |
| Krátkodobé bankovní úvěry | 0.4 | 17.9 | 2.7 | 0.0 | 0.0 |
| Časové rozlišení | 1.9 | 1.8 | 2.6 | 3.0 | 8.2 |
| Výdaje příštích období | 1.9 | 1.8 | 2.3 | 1.9 | 1.3 |
| Výnosy příštích období | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 1.1 | 6.9 |

Zdroj: Prabos plus

Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu je historicky nízký a v posledním roce byl roven 0,24, což je zdravá hodnota. Společnost není silně zadlužená a vůči vlastnímu kapitálu si udržuje dluhy ve zdravém poměru.

Návratnost vlastního kapitálu se historicky má tendenci zmenšovat z hodnot kolem 0,2 došlo k výraznému nárůstu v roce 2021 na hodnotu 0,28. Ovšem v roce minulém se jednalo pouze o 0,11. Hodnoty kolem 0,15 – 0,20 jsou průměrné a považují se za dobré. Společnost se tak v průměru pohybuje na zdravé úrovni, kromě předešlého roku, kdy tento poměr silně klesl. Naše modely počítají s tím, že se jedná o jednorázovou situaci a že se společnost dokáže dostat v dalších letech zpět na svoje průměrné hodnoty.

Závazky z obchodních vztahů společnosti jsou stabilní a v rozumné výši. Společnost tak nemá problém se splácením závazků.

Za povšimnutí stojí nárůst **dlouhodobého dluhu** společnosti v minulém roce na ca 47 milionů Kč a to ve světle relativně nízké peněžní zásoby.

| VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby celkem | 355 | 381 | 418 | 433 | 337 |
| Tržby za prodej zboží | 24 | 25 | 35 | 21 | 29 |
| Tržby za prodej vlastn.výrobků a služeb | 332 | 357 | 383 | 411 | 308 |
| Výkonová spotřeba | 251 | 279 | 256 | 275 | 234 |
| Náklady na prodané zboží | 20 | 19 | 28 | 15 | 22 |
| Spotřeba materiálu a energie | 179 | 200 | 177 | 201 | 170 |
| Služby | 52 | 59 | 51 | 60 | 42 |
| Změna stavu vnitrop.zásob vl.výroby | -6 | -37 | 21 | -7 | -31 |
| Aktivace | -6 | -6 | -7 | -9 | -7 |
| Osobní náklady | 68 | 80 | 88 | 92 | 94 |
| Mzdové náklady | 50 | 59 | 65 | 68 | 69 |
| Náklady na SP a ZP | 18 | 21 | 23 | 24 | 25 |
| Ostatní provozní výnosy | 4 | 10 | 6 | 7 | 3 |
| Tržby z prodaného dlouhodobého majetku | 0 | 2 | 0 | 1 | 0 |
| Tržby z prodaného materiálu | 2 | 7 | 4 | 1 | 2 |
| Jiné provozní výnosy | 2 | 1 | 2 | 5 | 1 |
| Ostatní provozní náklady | 8 | 35 | 16 | 10 | 6 |
| Zůstatková cena prodaného DM | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Zůstatková cena prodaného materiálu | 1 | 5 | 3 | 1 | 1 |
| Daně a poplatky | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| Rezervy v provozní oblasti a komplexní NPO | 0 | 0 | 3 | 0 | -1 |
| Jiné provozní náklady | 7 | 28 | 9 | 8 | 5 |
| ZISK PŘED ZAPOČTENÍM UROKŮ DANÍ A ODPIŠŮ | 45 | 41 | 51 | 77 | 45 |
| Úprava hodnot v provozní oblasti | 9 | 2 | 13 | 9 | 15 |
| Úpravy hodnot (ne)hm. majetku trvalé | 9 | 9 | 12 | 12 | 15 |
| Úpravy hodnot pohledávek | 1 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| Úpravy hodnot zásob | -1 | 2 | 1 | -3 | 0 |
| PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 36 | 39 | 38 | 68 | 30 |
| FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | -5 | -4 | -7 | -2 | -3 |
| VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM | 31 | 35 | 31 | 66 | 27 |
| Daň z příjmů | 6 | 9 | 6 | 12 | 5 |
| VYSLEDEK HOSPODAŘENÍ PO ZDANĚNÍ | 25 | 27 | 25 | 54 | 22 |

Zdroj: Prabos plus

Hned na první pohled je jasné, že největším rizikem v současnosti pro společnost představuje ostrý **propad tržeb**. Je důležité aby došlo k strmé obnově a společnost pokračovala v růstu podle trendu, který si nastavila v předešlých letech, když nepočítáme extrémně ziskový rok 2021.

Hrubá marže společnosti má tendenci růst a v průměru se pohybuje kolem 32 %. V předešlém roce i přes veškeré složitosti se společnosti podařilo udržet si marže a zisky vzhledem k nižším tržbám.

Provozní marže se pohybuje stabilně na úrovni 9 – 10 %. V roce 2021 se jednalo o 16 %. Jedná se o průměrnou marži. Čisté ziskové marže se pohybují na úrovni 6 – 7%.

Poměr osobních nákladů k tržbám se pohybuje stabilně kolem 20 %. Vývoj v posledním roce byl silně ovlivněn nižšími tržbami a poměr se dostal na 28 %, což je výrazně horší poměr. Znamená to, že společnost nedokázala odpovědět na nižší tržby optimalizací na straně personálních nákladů. Oproti tomu optimalizace na výkonové spotřebě byla uspokojivá. Poměr výkonové spotřeby k celkovým tržbám byl v minulém roce 69 %, což je historický průměr Prabosu.

SWOT analýza

| | | |
|---|--|---|
| VNITŘNÍ (atributy organizace) | SILNÉ STRÁNKY <ul style="list-style-type: none">■ Kvalitní, certifikované a specializované produkty■ Zkušený management■ Využití moderních technologií pro výrobu obuvi■ Obuv se řadí mezi nezbytné základní zboží a poptávka po obuvi, obzvláště ze strany specializovaných profesí zde bude vždy | SLABÉ STRÁNKY <ul style="list-style-type: none">■ Růst osobních nákladů rychlejším tempem, než příjmy■ Nízká konkurenceschopnost vůči nadnárodním korporacím■ Závislost na tendrech a zakázkové produkci, snížená diversifikace a předvídatelnost tržeb■ Omezený růstový potenciál v důsledku omezené pracovní síly a výrobních kapacit |
| VNĚJŠÍ (atributy prostředí) | PŘÍLEŽITOSTI <ul style="list-style-type: none">■ Možnost získat velké zakázky od korporátních a státních klientů■ Rozšíření segmentu o nové produkty technologie výroby■ Rozšiřování portfolia velkých klientů a budování dlouhodobých obchodních vztahů■ Rostoucí globální útraty na obranu■ Růst na poli e-commerce | HROZBY <ul style="list-style-type: none">■ Procyklická povaha podnikání■ Silná konkurence ze zahraničí■ Inflace cen vstupů■ Nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců■ Nízká diversifikace výroby■ Riziko společnosti při absenci klíčových osob |

Valuace společnosti

Valuační metody

Discounted Cash Flow

Přístup k ocenění discounted cash flows (DCF) je v souladu s obecně přijatou teorií podnikových financí i s osvědčenými postupy pro oceňování společností. Model odhalí vnitřní hodnotu společnosti výpočtem diskontovaných očekávaných budoucích volných peněžních toků (tzv. free cash flows). K diskontování těchto toků se používá vážený průměr nákladů na kapitál ("WACC") ke stanovenému datu ocenění. Jedná se o jeden z nejnámějších a nejspolehlivějších valuačních modelů, který využívají profesionálové pro ocenění společností. Často se tento model doplňuje jednodušším modelem tržního ocenění, který určí hodnotu společnosti za pomoci tržních ukazatelů srovnatelných společností (tzv. market approach). Mezi profesionály je dnes normou oceňovat společnosti na základě DCF a market approach metod a výsledné ocenění aproximovat z výstupů těchto dvou modelů. Toto je metoda, kterou jsme použili i my pro ocenění společnosti Prabos. Kromě těchto dvou metod existují i jiné, méně vhodné metody ocenění. Valuace na základě uskutečněných porovnatelných historických transakcí, nebo metodou ocenění aktiv společnosti.

Market Approach

Tržní přístup je metoda oceňování, která se používá ke stanovení odhadu hodnoty podniku, nehmotného aktiva, obchodního podílu nebo cenného papíru na základě tržních cen srovnatelných aktiv nebo podniků, které byly prodány v nedávné době nebo které jsou stále k dispozici. Obvykle se používají ukazatele související s cenou, jako jsou poměr tržní kapitalizace k tržbám, nebo k účetní hodnotě majetku a čistému zisku. Bez ohledu na oceňované aktivum se tržní přístup zabývá cenami srovnatelných aktiv a provádí příslušné úpravy s ohledem na rozdílné množství, kvalitu nebo velikost. Když se jedná o určení hodnoty akcie, pak se pro účely srovnávání berou v úvahu velmi podobné společnosti a ocenění jejich akcií.

Valuace metodou DCF

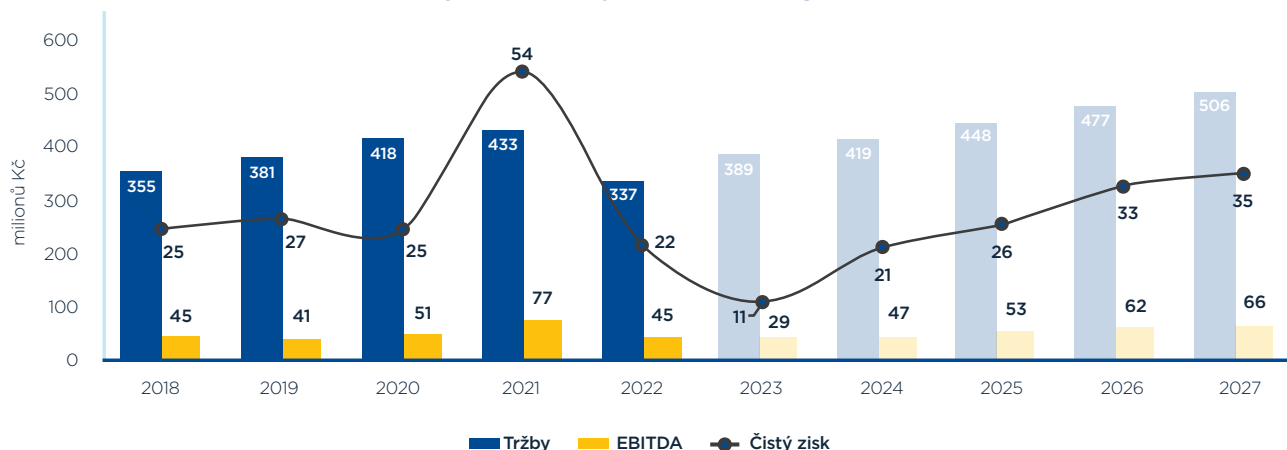
V grafu níže je grafické znázornění historického vývoje a budoucího projektovaného vývoje klíčových finančních položek – tržeb, provozního zisku EBITDA a čistého zisku. Tržby se v roce 2022 výrazně propadly v důsledku růstu cen dodávek materiálů a energií a také mzdových nákladů. Došlo také ke strmému zpomalení poptávky a výrazně utrpěly jak prodejny tak i eshop. Pokles se pohyboval v rozmezí 30 – 50 % prodeje.

Nejlepší výsledky společnost představila v roce 2021, což je rok do kterého se významně promítly fiskální a monetární stimuly, jež vedly k dnešní inflaci. Většina společností stejně jako Prabos tak vykázalo rekordní tržby a zisky. Ve fázi zvyšující se inflace se ekonomice daří a firmy jsou schopny zvyšovat své ceny a promítat je do vyšších marží. Období deflace je obdobím opačným, kdy společnosti již nejsou schopny zvyšovat ceny, zatímco ceny vstupů pořád ještě rostou. oslabující poptávka je charakteristická pro období vysokých úrokových sazeb.

Další růst je nejistý a rok 2023 se může ukázat být pro společnost stejně nemilosrdným, jako rok 2022. Pro účely modelování předpokládáme rychlou obnovu v tržbách s mírnějším růstem v dalších letech. Obnova v ziscích je o něco pomalejší, neboť v období deflace výrazně korodují marže společností. Tyto projekce počítají s relativně umírněným růstem a nezdají se to být, při historickém tempu růstu společnosti nedosažitelné. Kritickým bodem, který může výrazně ovlivnit

model je letošní rok a ten další – jinými slovy, zda se společnosti povede obrátit nepříznivý vývoj v posledním roce. Je samozřejmé, že budou v hospodářství společnosti v průběhu dalších let výkyvy, které model přesně nezachycuje a ani nemůže zachycovat. Důležité je správně odhadnout průměrný vývoj. Ekonomický vývoj může být o něco horší v letošním roce a část příštího roku s tím, jak se úrokové sazby propisují do ekonomiky. Ovšem, následně v roce 2024 a dále předpokládáme obnovu globální ekonomické aktivity a zdravý růst po období útlumu.

Projekce klíčových finančních položek



Zdroj: BHS, Prabos plus

Volné peněžní prostředky (nebo také free cash flows, „FCF“) jsou hlavním vstupem do modelu DCF, jež se následně diskontují a vypočítává se z nich pokračující hodnota společnosti. Jedná se o peněžní hodnotu v každém roce, jež společnost má volně k dispozici a může je například vyplatit akcionářům, nebo zainvestovat zpět do společnosti. Výpočet FCF je komplexní a zahrnuje úpravy provozního výsledku hospodaření v každém roce o neprovozní položky, které nejsou přímo vztažené k samotné podnikatelské aktivitě. Také se FCF upravuje o majetkové a kapitálové změny. Jedná se tak běžně o úrokové a ostatní finanční výnosy a náklady, zdanění, odpisy a investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku apod. Nejvýznamnější vliv na FCF Prabosu mají odpisy a změny v pracovním kapitálu, či provozně nutným dlouhodobém majetku. Změny v pracovním kapitálu a dlouhodobém majetku je obtížné předpovídat, ovšem pro účely modelování stačí, když se podaří alespoň zhruba trefit do průměrného vývoje v příštích letech.

V letošním roce by mohla společnost vykázat solidní volné prostředky, za předpokladu, že bude dost efektivní v řízení svých nákladů. Hlavním důvodem je silný nárůst zásob v roce 2022, které nedokázala v minulém roce prodat. Využití tohoto přebytku a zpomalení produkce v roce letošním by mohlo vést k lepším výsledkům. V roce 2024 společnost plánuje výstavbu nového skladu v hodnotě 40 milionů Kč, což se negativně odrazí na volných peněžních prostředcích, ačkoliv dlouhodobě to firmě pomůže k lepšímu růstu. Částečně budou tyto náklady pravděpodobně dotovány. Stejně tak Prabos plánuje výstavbu bytových jednotek ve svém starém skladu a intenzivní investice do marketingu. Proto je projektované FCF v roce 2024 výrazně nižší. Následně prognózujeme mírný růst volných prostředků firmy.



Zdroj: BHS

Projektované volné peněžní prostředky by se měly přepočítat na současnou hodnotu, neboť peníze v čase ztrácejí svoji hodnotu. Pro tyto účely se používá vážený průměr nákladů kapitálu (WACC). Pro výpočet WACCu se musí nejdříve určit náklady vlastního kapitálu a náklady cizího kapitálu. Náklady cizího kapitálu představují efektivní úrokovou sazbu dluhu, který společnost musí splácet. Náklady vlastního kapitálu představují riziko investice a také potenciální ušlý zisk investováním do podobných aktiv. Na příštích pět let jsme určili průměrné náklady na splácení dluhu na 7 %, na základě dostupných údajů o současných splátkách společnosti a nabízených úrocích na trhu. Složitější je určování nákladů na vlastní kapitál, který jsme vypočítali v souladu s metodou oceňování kapitálových aktiv Harryho Markowitze, obohacenou o empiricky podložené rizikové prémie. Tabulka níže zobrazuje projektované rizikové prémie, které slouží jako vstupy pro rovnici na výpočet nákladů na vlastní kapitál: $NVK = R_f + \beta * MRP + CRP + SRP$, kde R_f je bezriziková výnosová míra, β je nezadlužená beta odvětví, MRP riziková prémie trhu v ČR, CRP regionální riziková prémie ČR a SRP velikostní přírážka. Veškeré projekce klíčových finančních položek a volných peněžních prostředků v budoucích letech byly provedeny společností BHS.

| Náklady kapitálu | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bezriziková výnosová míra v ČR | 4.5% | 3.5% | 2.8% | 2.5% | 2.2% |
| Beta faktor odvětví (nezadlužená) | 0.92 | 0.97 | 1.10 | 1.12 | 1.12 |
| Riziková prémie trhu | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| Riziková prémie země | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| Velikostní prémie | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| Náklady vlastního kapitálu | 14.0% | 13.3% | 13.5% | 13.4% | 13.1% |
| Náklady cizího kapitálu | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| Daňová sazba | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| WACC | 12.4% | 11.9% | 12.2% | 12.2% | 12.1% |

Zdroj: BHS, A. Damodaran, ČNB

Bezriziková výnosová míra v ČR se řídí výnosem na desetiletých vládních dluhopisech, které nyní činí zhruba 4,5 %. Jedná se o výnos, který může investor dosáhnout za podstoupení velmi nízkého rizika. Je potřeba tedy tento výnos odečíst od potenciálního výnosu investice, abychom počítali s náklady obětovanými příležitostmi. Budoucí projekce sledují snižující se trend. To je založeno na předpokladu, že klíčová úroková sazba ČNB bude znovu konvergovat k nule, až bude inflace vyřešena. Beta faktor odvětví, který udává míru kolísavosti odvětví ve srovnání s referenčním trhem se určil na základě údajů poskytnutých profesorem Aswathem Damodaranem. Do budoucích let se projektuje rostoucí beta, neboť před pandemií byla beta výrazně vyšší než v současnosti.

Riziková premie trhu je odhadovaný výnos, který může referenční trh nabídnout nad bezrizikový výnos. Podle databáze profesora Damodarana je současná riziková premie českého trhu rovna téměř 7 %. Průměrná riziková premie všech lokalit ve kterých společnost podniká byla odhadnuta na 1 %. Velikost společnosti má prokazatelný vliv na její rizikovost, čímž se ospravedlňuje další přírůstek ve výši 2 %. Výsledný náklad na vlastní kapitál se tak v průměru pohybuje kolem 13 %. Jedná se o poměrně vysoký náklad, který bude intenzivněji diskontovat projektované volné peněžní prostředky v budoucích letech. Ovšem je to plně ospravedlnitelné vzhledem k vysokým úrokovým sazbám a to nemluvě o potenciální recesi. Riziko zpomalení ekonomické aktivity a strmějšího nárůstu nezaměstnanosti, což by mělo pravděpodobně neblahý účinek na většinu obchodovaných akciových titulů není v rámci tohoto DCF modelu zahrnuto. Výsledný WACC se pak vypočte jako vážený průměr těchto vypočtených nákladů kapitálu. Společnost disponuje dominantně vlastním kapitálem, takže její diskontní míry mnohem více ovlivní náklady vlastního kapitálu, než cizího. V průběhu budoucích let také počítáme s mírně rostoucím poměrem vlastního kapitálu k dluhu s tím, jak se bude společnost stabilizovat. WACC počítáme podle vzorce: $WACC = \frac{VK}{VK+D} * NVK + \frac{D}{VK+D} * NCK * (1-d)$, kde VK je tržní hodnota vlastního kapitálu, D tržní hodnota čistého dluhu, NVK náklady vlastního kapitálu, NCK náklady cizího kapitálu a d daňová sazba.

Závěrečným krokem po výpočtu volných peněžních prostředků a diskontní míry je výpočet tzv. 1. fáze a 2. fáze, jež v součtu určí hodnotu společnosti, která se pak ošetří o dluh a peněžní prostředky. Indikovaná hodnota by pak měla odpovídat skutečné vnitřní hodnotě společnosti za uvedených předpokladů vývoje finančních položek. V 1. fázi se sečtou diskontované volné peněžní toky, které jsme projektovali do dalších 5 let, podle následujícího vzorce:

$$f_1 = \frac{FCF_1 \prod_{i=2}^5 (1+WACC_i) + FCF_2 \prod_{i=3}^5 (1+WACC_i) + FCF_3 \prod_{i=4}^5 (1+WACC_i) + FCF_4 (1+WACC_5) + FCF_5}{\prod_{i=1}^5 (1+WACC_i)} = 94\,000\,000 \text{ Kč}$$

$FCF_1 \dots FCF_5$ odpovídá prognózovaným volným peněžním tokům v letech 2023 – 2027, $WACC_1 \dots WACC_5$ odpovídá diskontním mírám v příslušných letech 2023 – 2027. Vzorec je v tomto případě o něco složitější, neboť se v každém roce počítalo s rozdílnými náklady kapitálu, což by ale mělo vést k přesnějším výsledkům. V součtu tedy 1. fáze činí 94 milionů Kč.

Ve 2. fázi se vypočte tzv. pokračující hodnota společnosti, což je teoretická diskontovaná hodnota společnosti, mimo projektovaný horizont příštích několika let, který se užil v 1. fázi. Populární metodou výpočtu je za použití Gordonova vzorce, který pokračující hodnotu vypočte jako jednoduchý podíl, mezi konstantně rostoucí hodnotou volných peněžních prostředků a diskontní mírou, která bude s každým rokem umocňována. Pro výpočet se tedy použije následující vzorec:

$$f_2 = \sum_{n=6}^{\infty} \frac{FCF_{(T+1)} (1+g)^{n-5}}{\prod_{i=1}^5 (1+WACC_i) (1+WACC_{T+1})^{n-5}} = \frac{FCF_{(T+1)} (1+g)}{\prod_{i=1}^5 (1+WACC_i) (WACC_{T+1}-g)} = 172\,000\,000 \text{ Kč}$$

$FCF_{(T+1)}$ představuje počáteční volné peněžní prostředky, které budou růst tempem typicky $g = 2\%$, což odpovídá dlouhodobému inflačnímu cíli ČNB a to od počátku roku 2028. Odhadli jsme tuto hodnotu na 30 milionů Kč. $WACC_{(T+1)}$ je diskontní míra, která bude ve 2. fázi již konstantní a neměnná, díky čemuž je možné užít Gordonův vzorec pro nekonečnou sumaci. Tuto diskontní míru jsme odhadli na 12 %. Pokračující hodnota společnosti tudíž činí 172 milionů Kč.

V součtu obě fáze poukazují na hodnotu podniku (enterprise value) za daných předpokladů ve výši 266 milionů Kč. Po přičtení volných peněžních prostředků a jejich ekvivalentů a odečtení celkového dluhu z konce roku 2022 se tak dostáváme k hodnotě 232 milionů Kč. Je důležité si uvědomit, že tato hodnota společnosti bude odpovídat skutečné vnitřní hodnotě pouze pokud společnost dokáže růst uvedeným tempem a dosahovat projektovaných zisků. Model nepočítá s neočekávanými vnějšími událostmi, které by mohly výrazně ovlivnit chod společnosti.

Model diskontovaných peněžních prostředků odhaduje hodnotu společnosti na 232 milionů Kč, neboli 232 Kč na akcii.

Citlivostní analýza ukazuje, jak by se hodnota společnosti teoreticky měnila v závislosti na změnách v parametrech druhé fáze. Jedním parametrem je pokračující tempo růstu g a druhým WACC. Pokud například bude průměrný růst společnosti v pokračující fázi pomalejší, než předpokládaných 2 % a náklady na kapitál vyšší, pak hodnota společnosti může spadnout až na 210 milionů Kč, což je o 22 milionů nižší. Tato situace by odpovídala tomu, kdy by se firmě v pokračující fázi dařilo méně a úrokové sazby by se držely na vyšší úrovni. Pokud ovšem předpokládáme, že náklad na kapitál bude nižší, ale společnosti se stejně nebude v pokračující fázi dařit, pak by mohla být hodnota společnosti 242 milionů Kč. To ukazuje na to, jak velkou roli ve valuacích hraje monetární politika. V neoptimističtějším případě bude společnost růst rychleji, než je cílování inflace Českou národní bankou a kapitálové podmínky budou uvolněné, což by vedlo k hodnotě společnosti na úrovni 261 milionů Kč. Avšak případný silný růst společnosti by mohl být více než kompenzován nepříhodnými měnovými podmínkami.

WACC samozřejmě závisí nejenom na monetárních podmínkách, které ovlivňují bezrizikovou výnosovou míru, ale i na změnách v rizikových premiích na finančních trzích. Kupříkladu, pokud by české finanční trhy mohly nabídnout výrazně lepší růst než Prabos, pak by se WACC zvýšil. Pokud by společnost vyrostla do velkých rozměrů, přírážka za velikost společnosti by mohla jít až k 0 %, což by snížilo WACC a přispěla k štedřejší valuaci. Také může dojít ke změně kreditního rizika ČR, pokud se země například bude i nadále výrazně zadlužovat, což by mohlo vést k vyšší rizikové premií ČR a to by zvýšilo WACC. Zajímavostí je, že společnost má menší náklady na cizí kapitál. Jinými slovy, pokud by se firma více zadlužila a zvětšila by poměr čistého dluhu k vlastnímu kapitálu tak by to vedlo k menšímu WACC a lepší valuaci. Nicméně by to nevedlo nutně k vyšší hodnotě společnosti, neboť se čistý dluh odečítá od součtu 1. a 2. fáze.

Analýza Citlivosti: Hodnota Společnosti v Závislosti na Parametrech Druhé Fáze

| mio. Kč | g | | | | | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| | 1.60 % | 1.70 % | 1.80 % | 1.90 % | 2.00 % | 2.10 % | 2.20 % | 2.30 % | 2.40 % | |
| 11.00 % | 242 | 244 | 247 | 249 | 251 | 253 | 256 | 258 | 261 | |
| 11.25 % | 238 | 240 | 242 | 244 | 246 | 248 | 250 | 253 | 255 | |
| 11.50 % | 233 | 235 | 237 | 239 | 241 | 243 | 245 | 247 | 250 | |
| 11.75 % | 229 | 231 | 232 | 234 | 236 | 238 | 240 | 243 | 245 | |
| 12.00 % | 225 | 226 | 228 | 230 | 232 | 234 | 236 | 238 | 240 | |
| 12.25 % | 221 | 223 | 224 | 226 | 228 | 230 | 231 | 233 | 235 | |
| 12.50 % | 217 | 219 | 220 | 222 | 224 | 226 | 227 | 229 | 231 | |
| 12.75 % | 214 | 215 | 217 | 218 | 220 | 222 | 223 | 225 | 227 | |
| 13.00 % | 210 | 212 | 213 | 215 | 216 | 218 | 220 | 221 | 223 | |

Zdroj: BHS

Valuace metodou tržního ocenění

| Ukazatel | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| P/S | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,6 |
| P/E | 16,7 | 15,3 | 16,0 | 7,5 | 9,1 |
| P/EBITDA | 9,3 | 10,1 | 7,8 | 5,3 | 4,4 |
| EV/EBITDA | 11,7 | 13,4 | 9,7 | 5,9 | 6,7 |
| EV/Sales | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 0,9 |

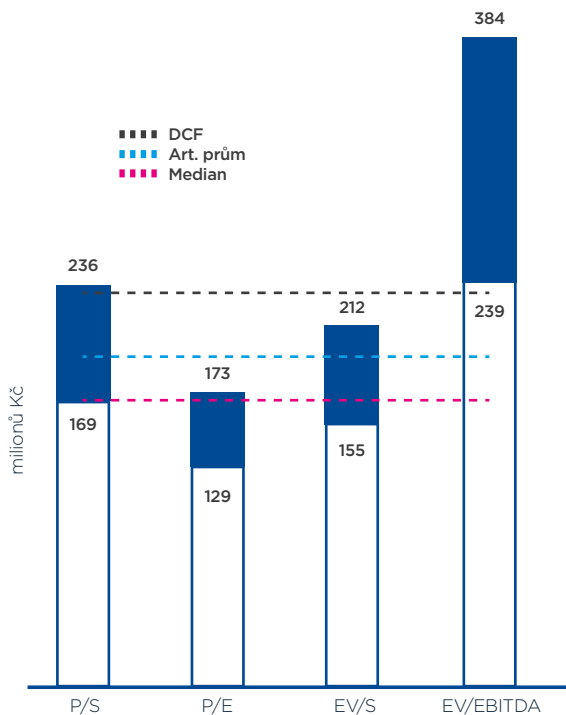
Zdroj: Zdroj: Bloomberg, MarketScreener, Investing.com

| Srovnatelné společnosti | P/S | P/E | EV/S | EV/EBITDA | Průměr |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|
| Weyco Group, Inc. | 0,70 | 7,90 | 0,63 | 5,30 | |
| Wojas | 0,30 | 3,86 | 0,54 | 8,50 | |
| Wikana S.A. | 1,00 | 5,88 | 0,72 | 2,10 | |
| Rocky brands, Inc. | 0,30 | 8,00 | 0,30 | 5,50 | |
| Regal corp | 0,50 | 6,60 | 0,46 | 25,00 | |
| Medián | 0,30 | 6,60 | 0,54 | 5,50 | |
| Aritmetický průměr | 0,52 | 6,45 | 0,53 | 9,28 | |
| Prabos | 0,52 | 7,95 | 0,62 | 4,60 | |
| Indikovaná hodnota spol. (medián, mio. Kč) | 101,2 | 144,5 | 182,1 | 248,5 | 169,1 |
| Indikovaná hodnota spol. (arit. průměr, mio. Kč) | 175,3 | 141,1 | 178,7 | 283,7 | 194,7 |

Zdroj: Bloomberg, MarketScreener, Investing.com

Metoda tržního ocenění se zakládá na porovnání poměrů klíčových finančních položek společnosti Prabos s průměrnou hodnotou odpovídajících poměru srovnatelných společností. V prvním kroku jsme vypočítali ukazatele tržní kapitalizace k tržbám (price-to-sales, P/S, čistým ziskům (price-to-earnings, P/E) a k provoznímu zisku EBITDA (price-to-EBITDA, P/EBITDA). Dále jsme vytvořili ukazatele na základě tzv. enterprise value (EV), což je tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti obohacena o čistý dluh. Všechny uvedené ukazatele Prabosu podléhají v posledních letech kompresi a jsou výrazně nižší, než v letech 2018 a 2019. Část komprese je spjatá s vyššími klíčovými úrokovými sazbami a část s obavami ohledně vývoje tržeb společnosti Prabos. Podle těchto ukazatelů je tak relativně firma levnější dnes, než byla v letech 2018 – 2020.

V tabulce níže je seznam srovnatelných společností a hodnoty příslušných ukazatelů. Z těch byl spočten medián a aritmetický průměr, na základě nichž se pak vypočítaly indikované hodnoty společnosti. Například aritmetický průměr indikovaných hodnot společnosti Prabos na základě mediánu různých ukazatelů je 169,1 milionů Kč. Pokud se místo mediánu ukazatelů použije aritmetický průměr pak je průměrná indikovaná hodnota společnosti 194,7 milionů Kč. To je graficky znázorněno na dalších stránkách.

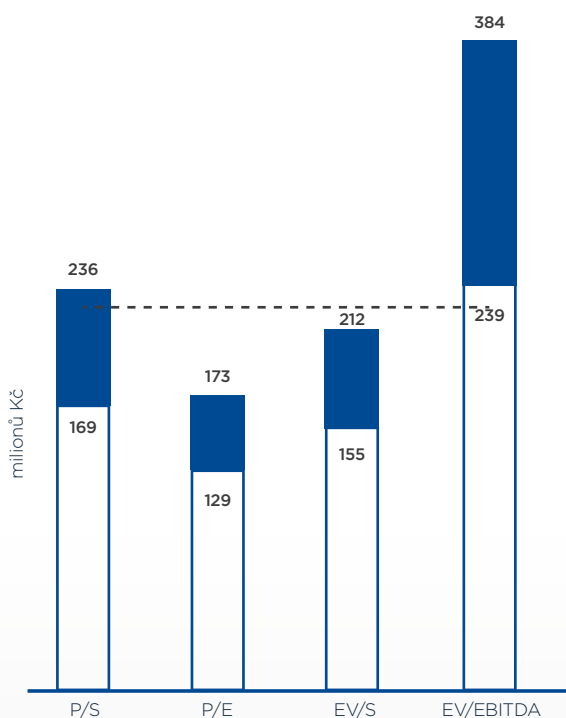


Zdroj: BHS, Bloomberg, MarketScreener, Investing.com

V grafu nalevo je grafické zobrazení ocenění společnosti metodou tržních poměrových ukazatelů. Nejnižší ocenění společnosti na základě každého ukazatele odpovídá druhé nejmenší hodnotě z celkových pěti. Nejvyšší ocenění analogicky odpovídá druhé největší hodnotě ukazatele. Nejmenší a největší hodnoty byly záměrně vypuštěny, aby byla analýza více vyvážená a méně ovlivňována extrémy. Barevně vyplněná část každého sloupce tak znázorňuje interval, kde by se hodnota společnosti Prabos měla nacházet dle daného tržního ukazatele. Například podle ukazatele P/E srovnatelných společností by se měla hodnota společnosti Prabos nacházet v intervalu od 129 milionů Kč do 173 milionů Kč. Přerušované čáry pak ukazují implikované ocenění společností na základě různých oceňovacích metod. Černá přerušovaná čára ukazuje ohodnocení společnosti metodou DCF na 232 milionů Kč. Modrá přerušovaná čára ukazuje na implikovanou hodnotu společnosti za použití aritmetických průměrů tržních ukazatelů na 195 milionů Kč. Fialová přerušovaná čára ukazuje to samé, akorát k výpočtu finální hodnoty společnosti bylo využito mediánů ukazatelů na 169 milionů Kč.

Jinými slovy, skutečná hodnota společnosti by se měla podle ocenění metodou tržních ukazatelů pohybovat v intervalu od 129 milionů Kč až 384 milionů Kč.

Investiční doporučení



Zdroj: BHS, Bloomberg, MarketScreener, Investing.com

Společnosti Prabos plus a.s. na základě této analýzy a našeho nejlepšího úsudku udělujeme cílovou cenu 225 Kč na akcii do konce roku 2023. V případě, že se společnosti podaří vrátit do starého růstového trendu je současné tržní ocenění pravděpodobně pod její vnitřní hodnotou. Pokud se ukáže, že rok 2022 nebyl výjimkou a společnost ani v roce 2023 nedokáže otočit trend padajících tržeb a zisků, pak její současné nacenění bude naopak vysoké a projekce použité v rámci DCF modelování budou nepřesné. To by pak mohlo vést k další redukci cílové ceny. Investiční doporučení je nyní vzhledem k nejisté situaci ve které se společnost nachází: DRŽET

KONTAKT

BH Securities a.s.
Na Příkopě 848/6,
110 00 Praha 1

Mgr. Timur Barotov (analytik)
+420 255 710 736
timur.barotov@bhs.cz

INVESTIČNÍ UPOZORNĚNÍ

Toto upozornění plní obecné a trvalé úsilí společnosti BH Securities a.s. (dále jen „Společnost“) poskytovat klientům a čtenářům jakýchkoliv sdělení společnosti ve vztahu k investičním nástrojům a emitentům, včetně analytických výstupů či případných dalších informací o (možných) investicích (dále jako „analýzy“), zřetelné a relevantní informace. Výstupy mohou sloužit rovněž k propagaci služeb a podpoře podnikání společnosti. Analýzy slouží pouze pro informační účely a jsou poskytovány v rámci informační podpory klientům Společnosti, nejde o investiční poradenství či poradenskou službu, neboť tyto činnosti Společnost nenabízí a neprovádí. Analýzy slouží pouze pro informační účely a nepředstavují žádnou nabídku či výzvu uzavřít smlouvu týkající se investičního nástroje nebo investiční služby. Analýzy v žádném případě nepředstavují formu jakéhokoli individualizovaného doporučení zákazníkovi, neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých zákazníků, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním zákazníkům. Investiční nástroje zmíněné v analýzách nemusí být vhodné pro každého investora. Analýzy, včetně informací a názorů v nich obsažených, nelze mechanicky použít k nákupu, prodeji či jiné dispozici s investičními nástroji.

Informace o výkonnosti příslušných investičních nástrojů, finančních indexů či investičních služeb v minulosti nemůže v žádném případě sloužit jako spolehlivý ukazatel či záruka budoucích výsledků (výkonnosti); to platí také pro informace o simulované výkonnosti a jakékoli prezentované parametry. Analýzy (není-li uvedeno jinak) pracují s hrubými výnosy, to znamená, že nezapočítávají dopad poplatků a ostatních nákladů na investici. Dopadem poplatků může být snížení výnosu i o jeden či více procentních bodů. Informaci o poplatcích obsahuje Sazebník dostupný na www.bhs.cz v sekci Dokumenty ke stažení. Investiční nástroje denominované v cizích měnách jsou, kromě zde uvedených skutečností, vystaveny také vlivům vyplývajícím ze změn měnových kurzů, přičemž tyto mohou mít vliv na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí. Poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry nelze považovat za formu ani ekvivalent kolektivního investování, vkladu u banky, ani penzijního připojištění nebo pojištění. Investoři se o výhodnosti a vhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů rozhodují samostatně, a to s přihlédnutím k ceně, případnému nebezpečí a riziku. S investicí je spojeno riziko kolísání hodnoty a návratnost původně investovaných prostředků není zaručena. Investice není nikdy zcela bez rizika, přičemž u každé formy investice odpovídá riziko úměrně možnému výnosu a návratnosti investice – čím vyšší výnos, tím vyšší existuje riziko, že očekávaný výnos nebude dosažen nebo že investice bude zcela či částečně zmařena. Každý investor by se měl seznámit s investičním nástrojem před provedením obchodu. Podrobněji jsou upozornění na (potenciální) rizika zpracována v dokumentaci Společnosti.

Údaje uvedené v tomto propagačním sdělení jsou založeny na hrubé výkonnosti (bez zohlednění vlivu provizí, odměn a dalších poplatků). Důsledkem provizí, odměn a dalších poplatků spojených s investicí je snížení uvažovaného výnosu o jeden i více procentních bodů. Nedílnou součástí tohoto propagačního sdělení je dokument Poctivá prezentace, který je neomezeně a bezplatně přístupný také na webových stránkách společnosti BH Securities a.s. www.bhs.cz, v sekci Dokumenty ke stažení společně s dalšími podrobnými informacemi, včetně informací o poplatcích, nákladech a rizicích investic do investičních nástrojů. Adresát tohoto propagačního sdělení se v případě jakýchkoliv nejasností či pochybností souvisejících s charakteristikou, podmínkami, chováním či riziky tohoto investičního nástroje může dotázat na podrobnosti na telefonním čísle uvedeném v zápatí.

Veškeré informace a názory obsažené v analýzách pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které BH Securities a.s. (dále jen „Společnost“) považuje za důvěryhodné. Přes maximální pozornost a péči věnovanou obsahu a ověřování informací použitých při formulaci analýz Společnost nepřebírá záruku (neodpovídá) za jejich přesnost a úplnost, přičemž vychází z toho, že tyto byly publikovány či sděleny tak, aby poskytovaly přesný, úplný a nezkrácený obraz skutečnosti (s výjimkou údajů vztahujících se přímo ke Společnosti). Názory Společnosti uvedené v analýzách se mohou měnit bez předchozího upozornění, především v souvislosti s aktuálním vývojem na kapitálových trzích. Kromě výše uvedeného je vhodné upozornit, že konkrétní analýzu je třeba vnímat:

- ve svém celku, nejen pouze v jednotlivostech, či vytržených částech;
- v kontextu s dalšími (předcházejícími i následnými) analýzami, dokumenty či materiály vytvořenými Společností, včetně dokumentů na webu www.bhs.cz (včetně obsahu veškerých dokumentů uveřejněných na těchto webových stránkách), na něž tímto výslovně odkazujeme, přičemž analýza je považována za doplňkový zdroj informací;
- v kontextu k aktuálnímu dění na trzích;
- s vědomím, že vytváření analýzy zahrnuje zpracování mnoha údajů z mnoha zdrojů, což je proces, který nelze plně zautomatizovat, je v něm obsažen nemalý podíl ručního zpracování včetně možného ručního přepisu údajů a přes veškerou snahu a pozornost nelze vyloučit vznik tiskové chyby a chyby plynoucí z přepisu či kopírování údajů z jiných zdrojů;
- s vědomím omezeného rozsahu a časové platnosti analýzy;
- že je v zájmu zákazníka doplnit informace a názory obsažené v analýze o další informační zdroje a srovnání ještě před vlastním investičním rozhodnutím;
- Společnost nenesе žádnou odpovědnost za případné škody vzniklé třetím osobám v důsledku využití informací uvedených v analýze.

Společnost se může příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat informační servis či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji některé ze společností zmíněných v analýze. Společnost přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při zpracování analýz, jakož i při své další činnosti, a to zejména ve vztahu k analytikům a dalším osobám, jejichž povinnosti či obchodní zájmy se mohou dostat do střetu se zájmy osob, mezi něž jsou analýzy šířeny. Podrobnější popis opatření proti střetu zájmů lze nalézt v sekci Dokumenty ke stažení na webových stránkách Společnosti www.bhs.cz. Pravidla uvedená shora platí také pro jakýkoli dokument (obsah), jehož je toto upozornění součástí. Dokument (obsah), jehož součástí je toto upozornění, byl vytvořen Společností, která je obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů. Povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry bylo vydáno Českou národní bankou. Společnost podléhá doзору České národní banky. Další informace k výstupům popisujícím možnou investiční strategii ve vztahu k nástroji či emitentovi a k analýzám, které obsahují stanovisko ohledně současné nebo budoucí hodnoty nástroje jsou uvedeny v dokumentu Pochvála prezentace, který je dostupný na www.bhs.cz v sekci Dokumenty ke stažení.