BHS
Investment of your future

Analytická zpráva

FIXED.zone a.s.

16. 8. 2023

FIXED

Investiční doporučení a shrnutí

FIXED.zone a.s. je mladá růstová společnost, která se specializuje na atraktivní odvětví prodeje příslušenství k mobilním telefonům. Sama většinu zboží nevyrábí, ale má vlastní šicí dílnu, kde je společnost schopna vytvářet kožené obaly šité na míru zákazníkům. Dynamický historický růst bude pravděpodobně pokračovat, a to především díky zahraniční expanzi a rozšíření portfolia zboží pod vlastní značkou. Ačkoli se jedná o odvětví s vysokou konkurencí a relativně malými bariérami pro vstup, dynamický růst samotného odvětví může poskytnout prostor pro mnohé firmy, jež se mohou podílet na tomto vývoji. Mezi hlavní partnery společnosti patří velké webové portály, jako jsou Alza, ElectroWorld, Datart, Mall apod.

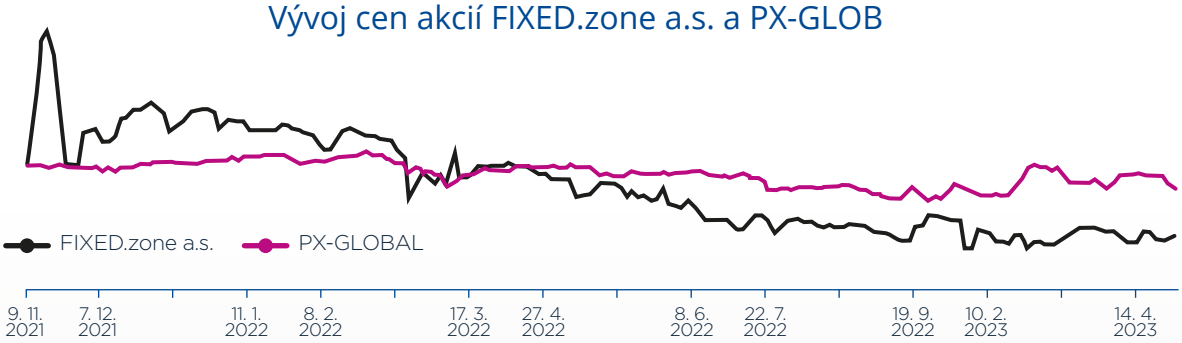
I přesto, že se společnosti daří úspěšně růst a v posledních letech stabilizovat volné peněžní toky, které jsou dosud záporné zdá se, že je současná tržní valuace výrazně optimistická. Ve světle relativně vysokého zadlužení společnosti, vyšších úrokových sazeb, mírnějšího tempa projektovaného růstu a malé výdělečnosti nelze 194 Kč na akcií ospravedlnit. Existují scénáře v rámci, kterých se trh neplete, ovšem podle našeho názoru množina takovýchto scénářů představuje výraznou menšinu a pokud by měl takový scénář nastat, tak to bude vyžadovat čas a více důkazů. Od roku 2018 ze společnosti odtékají peníze, které jsou využity v rámci expanze a zajišťuje to dynamický růst společnosti. Ačkoli se dá očekávat, že společnost bude v dalších letech výdělečná, není zatím jisté, do jaké míry se jí to podaří. Ani letos neočekáváme, že společnost vykáže kladný cash flow. Míra zadlužení, která v současné době činí zhruba 90 milionů Kč také výrazně tlačí na valuaci firmy. V boji proti inflaci centrální banky po celém západním světě zpřísnily monetární politiku a Česká národní banka byla v tomto ohledu nejrychlejší. To vytváří silnější konkurenci pro riziková aktiva, která nyní musí čelit vyšším výnosům dluhopisů. Kvůli tomu jsou současné náklady na kapitál výrazně vyšší než v poslední dekádě. To zvyšuje intenzitu diskontu budoucích zisků, což také vede k nižší valuaci všech společností a rizikových aktiv. Náš model diskontovaných volných peněžních toků ukazuje, že vnitřní hodnota společnosti za současných okolností více odpovídá tržní hodnotě přibližně 208 milionů Kč neboli 93,66 Kč na akcii.

Existuje tak výrazný rozdíl mezi tím, jak tuto společnost v konsensu oceňuje trh a jak jí oceňujeme my. Takto rozdílné odhady by se daly vysvětlit následnými hypotézami:

- Většinu obchodovaných akcií drží malý počet větších kupců, kteří nejsou ochotni prodat akcie za nižší cenu, což drží její cenu setrvale na hodnotách kolem 190 Kč. To obzvlášť vzhledem k tomu, že freefloat je velmi malý (9,99 % všech akcií společnosti), což odpovídá hodnotě pouze 43 milionů Kč za současné tržní valuace.
- Mezi investory může přetrvávat silný optimismus ohledně vývoje společnosti FIXED.zone a.s., která vede k nadhodnocení společnosti.
- Naše analýza je příliš konzervativní.

Nejvíce se přikláníme k prvním dvoum variantám, ale třetí také nelze úplně vyloučit. Ve světle výše zmíněného tak udělujeme společnosti FIXED.zone a.s. investiční doporučení PRODEJ s cílovou cenou jedné akcie společnosti na 93,66 Kč. Tato cílová cena a investiční doporučení bude aktuální, dokud nenastanou změny v nákladech kapitálu, nebo dokud nedojde k podstatným změnám ve fundamentu společnosti FIXED.zone a.s.

Vývoj cen akcií FIXED.zone a.s. a PX-GLOB



Zdroj: investing.com

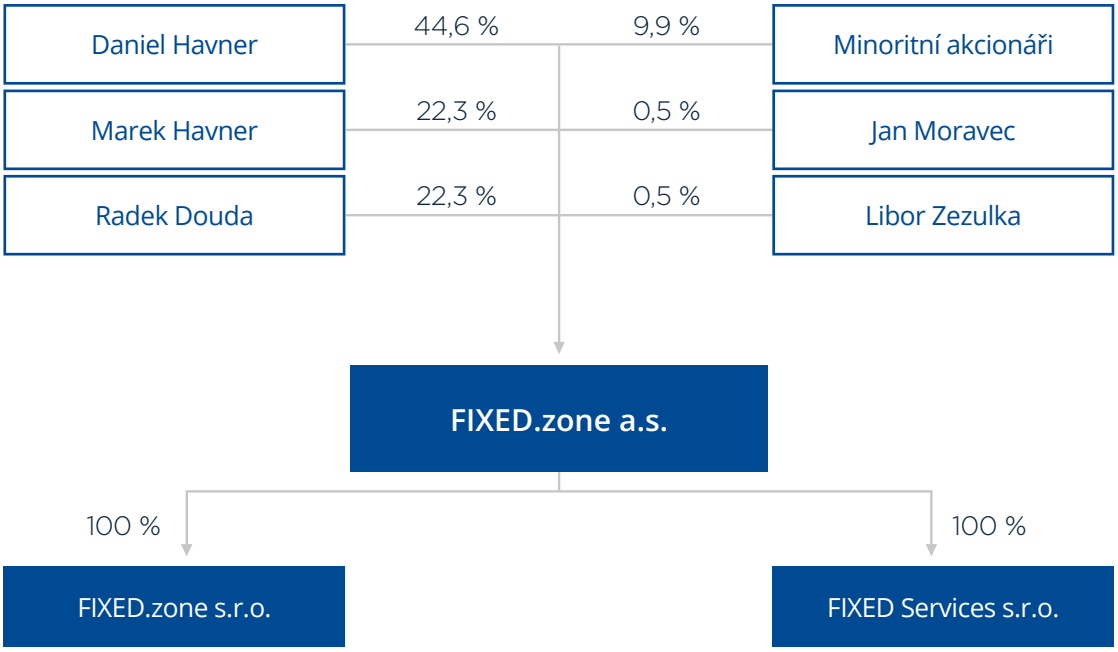
Představení společnosti a historický vývoj

Kořeny skupiny FIXED.zone a.s. (dále jen "Skupina") sahají až do roku 2001, kdy bratři Havnerovi s Radkem Doudou založili společnost RECALL s.r.o. a doslova z garáže začali podnikat s příslušenstvím k mobilním telefonům. První distribuce se týkala zboží značky Fontastic a o rok později došlo k navázání spolupráce s řetězcem hypermarketů Globus Holding GmbH & Co. KG. V dalších letech se společnosti dařilo rozšiřovat svůj sortiment o zboží s technologií Bluetooth, nebo o značky Celly, Supertooth, Geosat, Coradia, Mio apod. Jednalo se o zboží typu handsfree zařízení, stínítka aut, automobilové navigace a příslušenství k mobilním telefonům. Později se management rozhodl specializovat na příslušenství a ukončit prodeje navigací.

V průběhu let společnost RECALL s.r.o. dokázala navázat spolupráci s významnými prodejci na trhu jako jsou elektrospecialisté ElectroWorld, Alza, Datart, operátor O2 nebo internetový obchod Mall.cz. V roce 2014 došlo k akvizici šicí dílny v Prostějově, kde započala vlastní výroba ručně šitých kožených pouzder ve spolupráci s českými designéry a umělci. O rok později vznikla značka FIXED, jež reprezentuje ambice Skupiny posunout se dále z pozice úspěšného distributora k vlastní výrobě a inovacím. V důsledku toho dochází v posledních letech k redukci distributorské činnosti cizích značek ve prospěch vlastní značky FIXED. Později Skupina uvedla na trh produkty typu Smart lokátory, FIXED Buddy, vlastní držáky do automobilů ICON, za něž získala ocenění European Design Award. V roce 2019 v rámci expanzivní strategie došlo k založení exportního oddělení a účasti na výstavě IFA v Berlíně, či CES v Las Vegas. Exportní záměry ale byly značně opožděny vlivem nástupu pandemie Covid-19. V roce 2021 se přejmenovala mateřská společnost z RECALL s.r.o. na FIXED.zone a.s. a úspěšně vstoupila na pražskou burzu Start. Při svém primárním úpisu k 2. listopadu 2021 upsala Skupina 222 000 kusů nově emitovaných akcií za nejvyšší cenu upisovacího pásma 222 Kč. Velkou většinu akcií (ca 90 %) má nyní v držení management. Nově obdržený kapitál Skupina využila především za účelem zahraniční expanze (nákup zásob) a ke splacení části dluhu.

Skupina tak již více než 20 let nabírá zkušenosti v obchodu s příslušenstvím k mobilním telefonům a identifikuje se jako vývojář, výrobce a distributor. Výsledkem je více než 800 spokojených partnerů v České republice a úspěšně se rozšiřující působení na Slovensku i v dalších zemích. Skupina dává důraz na inovaci, a proto neustále rozšiřuje sortiment v důležitých, či nově vznikajících segmentech příslušenství pro mobilní telefony. Kvalita produktů je pro Skupinu tím hlavním kritériem a snaží se jí tak zajistit důkladným testováním. Základem je precizní ruční práce a výběr kvalitních materiálů. Výroba každého produktu je složitý proces, který vzniká v několika fázích jako je např. velkoformátová příprava, lisování, výsek, logování, šití, lepení, zažehlování apod. Každý výrobek tak projde rukama až deseti lidí a tím několikanásobnou kontrolou, než je připraven k expedici. Na vývoj dohlíží kvalifikovaný tým návrhářů, kteří zajišťují praktickou využitelnost a stylový vzhled výrobků. Inspiraci čerpají jak z potřeb každodenního života, tak i z nových trendů. Sortiment značky FIXED je možné rozdělit do základních kategorií následujícím způsobem: energie (powerbanky, kabely, nabíječky, redukce a adaptéry), držáky (držáky do aut, selfie tyče), média (sluchátka, headsety), nově vznikající Smart (lokátory SMILE) a móda a ochrana (pouzdra, kryty, obaly a tvrzená skla). Kromě vlastní výroby Skupina distribuuje také výrobky významných a inovativních světových značek.

Vlastnická a organizační struktura



Zdroj: Management

Daniel Havner, Marek Havner a Radek Douda firmu založili před 21 lety. Jejich hlavní část kariéry je tedy spjatá se Skupinou. Daniel Havner má na starosti celý Front office, vize a vývoj Skupiny, který zároveň určuje směr, kterým se vydá. Radek Douda dohlíží na Back office vč. IT a také na podnikání na Ekofarmě Horní Chrášťany (penzion a restaurace). Marek Havner je členem správní rady a dále má na starosti klíčové zákazníky. Jan Moravec je ve firmě desátým rokem a jako generální ředitel (CEO) má na starosti především firemní kulturu, komunikaci, celkové nastavení firmy a jejích procesů. Snaží se rozvíjet firmu směrem k otevřené komunikaci, důvěře, svobodě a uvolnění potenciálu všech zaměstnanců prostřednictvím školení či koučování. Jeho předchozí kariéra byla na manažerských pozicích v ČSOB Leasingu, Scanii a GE Capital Leasingu. Libor Zezulka má na starosti Business development a soustředí se tak na vývoj produktů, způsobu práce apod. spolu s Danielem Havnerem. Svoje zkušenosti má z několika vlastních projektů, pomáhal na trh značce iRobot a byl také mediálně aktivní.

FIXED.zone a.s. – zaměstnanecká struktura

Zdroj: Management

V současné chvíli Skupina zaměstnává 95 zaměstnanců. 13 zaměstnanců tvoří obchodní tým (2 na Slovensku). 7 pracovníků pracuje na vývoji produktů v oddělení product developmentu, 3 lidé se věnují nákupu zboží v rámci product managementu a další 3 lidé se věnují merchandisingu. 9 lidí Skupina zaměstnává v oddělení marketingu, 4 v oddělení exportu (v Polsku, Německu a Rumunsku) a 2 v oddělení zákaznické podpory. Nejvíce zaměstnanců je rozděleno mezi back office a výrobu, kde každé z těchto oddělení tvoří 20 lidí. Back office se stará o účetnictví, zpracovávání objednávek, reklamace, sklad apod. Výroba je tvořena zaměstnanci v Prostějově, kde Skupina ve vlastní šicí dílně vyrábí kožené ochranné produkty k telefonům. Mezi ostatní zaměstnance se řadí například manažerka v Prostějově, lidé v administrativě apod. Skupina pečlivě buduje zdravou firemní kulturu. Již od roku 2019 se zavedla pro zaměstnance možnost práce na dálku, kdy každý zaměstnanec, kromě těch ve výrobě může pracovat na dálku. Skupina také zavedla neomezený počet sick days, což jde ruku v ruce s vloženou důvěrou a autonomií do těchto lidí, kteří to vracejí svým výborným výkonem. Skupina razí politiku informační sdílnosti a nenásilné komunikace Marshalla Rosenberga.

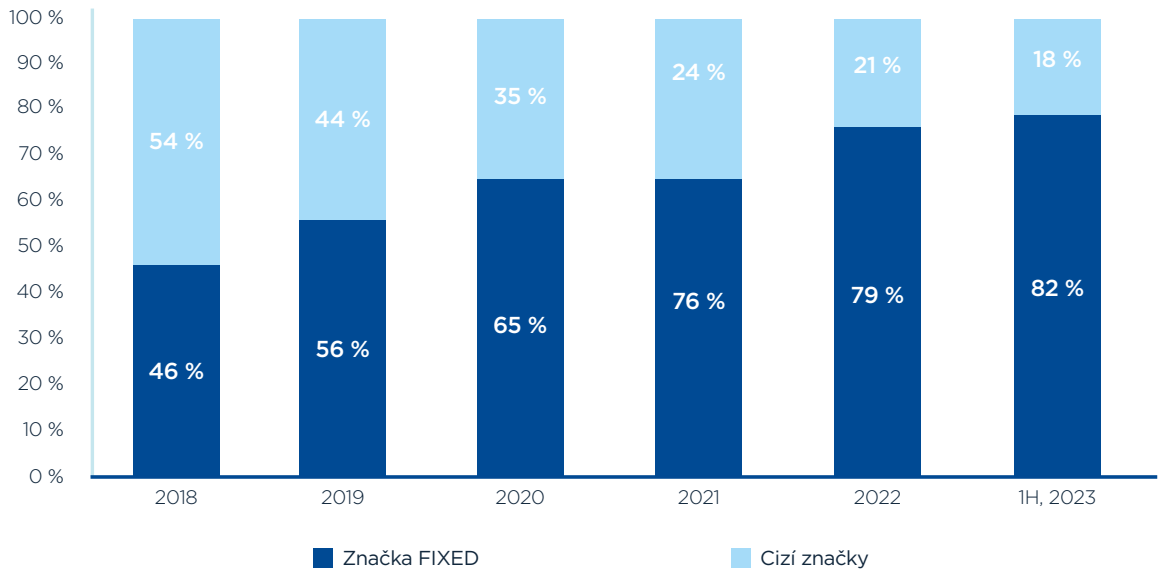
Primární úpis

Ke konci roku 2021 proběhl primární úpis akcií Skupiny, přičemž upisovací období bylo od 19. října 2021 až 2. listopad 2021. Skupina emitovala 222 tis. kusů nových akcií při primárním úpisu (IPO), čímž se podíl stávajících akcionářů zmenšil na 90,01 %. Velikost lotu byla určena na 100 ks, čímž byl minimální objem investic v rámci IPO stanoven na 18 – 22,2 tis. Kč, vzhledem k cenovému rozpětí 180 až 222 Kč za akcii. Skupině se povedlo upsat celou emisi na horní hraně cenového rozpětí, čímž akvírovala kapitál ve výši 49,3 mil. Kč. Investoři tak Skupinu ocenili na 577 mil. Kč. Prostředky z IPO měly být využity především na posílení skladů v rámci zahraniční expanze a pak také na vnitřní rozvoj, marketing a vývoj produktů.

Distribuce a vlastní značka

Skupina má výhradně velkoobchodní charakter, tudíž napřímo zákazníkům své zboží a výrobky téměř neprodává. Většina prodejů tak probíhá výhradně ve spolupráci s velkými e-shopy. Skupina jen výjimečně dodává zboží přímo podnikům. Existuje snaha o vytvoření kanálu D2C (direct to customer) prostřednictvím vlastního e-shopu, který byl spuštěn na konci roku 2022. Tento e-shop bude cílit převážně na zahraniční zákazníky a v této době jsou tržby prostřednictvím D2C zanedbatelné, jelikož je kanál čerstvě vytvořený a teprve v rozvoji.

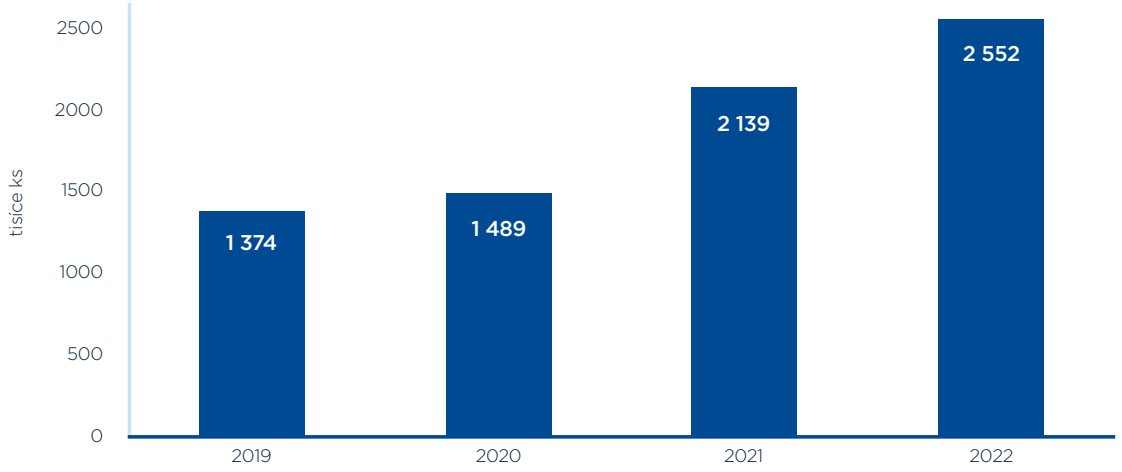
Podíl vlastní značky na celkových tržbách



Zdroj: Management

Skupina se čím dál více soustředí na prodej zboží vlastní značky a jak je vidět na grafu výše v prvním pololetí 2023 se prodalo 82 % zboží vlastní značky a pouze 18 % zboží jiných značek. To je ve velkém kontrastu ve srovnání s rokem 2018, kdy zboží značky FIXED tvořilo pouze 46 % celkových tržeb. Vlastní značka umožňuje Skupině určovat ve větší míře cenotvorbu produktů a také se lépe přizpůsobovat potřebám trhu, či nastavovat vyšší marže.

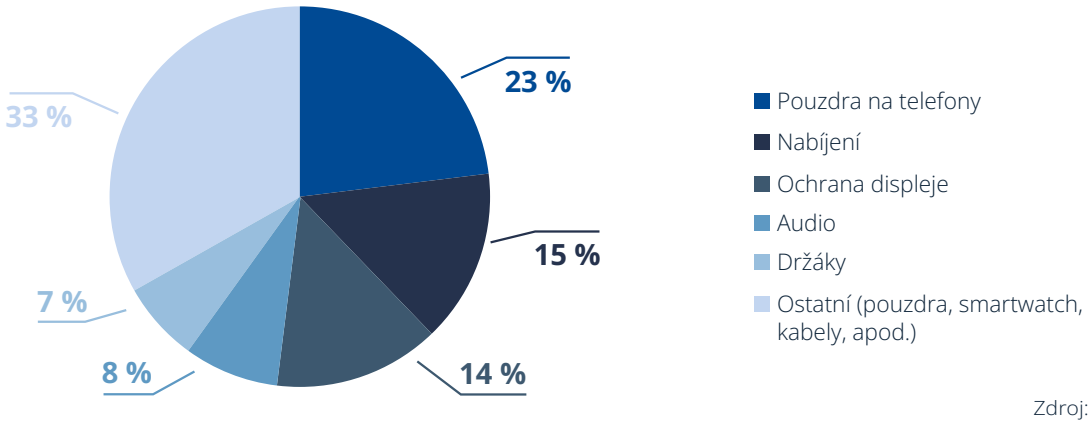
Prodané kusy příslušenství



Zdroj: Management

Rostoucí tržby mohou v souvislostí s monetární a fiskální expanzí v posledních letech být do velké míry spjaté s nastavením vyšších cen. Nastavení vyšších cen vypovídá o schopnosti Skupiny nastavit si ceny vlastního zboží, což je pozitivní charakteristikou. Nicméně nastavení vyšších cen v kombinaci s rostoucími tržbami může vytvořit iluzorní představu o růstu firmy, která nemusí ve skutečnosti růst. Graf výše poskytuje pohled na počet prodaných kusů příslušenství, který může být ovlivňován i jinými vlivy, ovšem je vidět, že Skupina zvyšuje své tržby díky celkové expanzi, a ne jenom díky vyššímu nacenění svého zboží. To je pozitivní a vypovídá o zdravém růstu tržeb, který má své fundamentální opodstatnění.

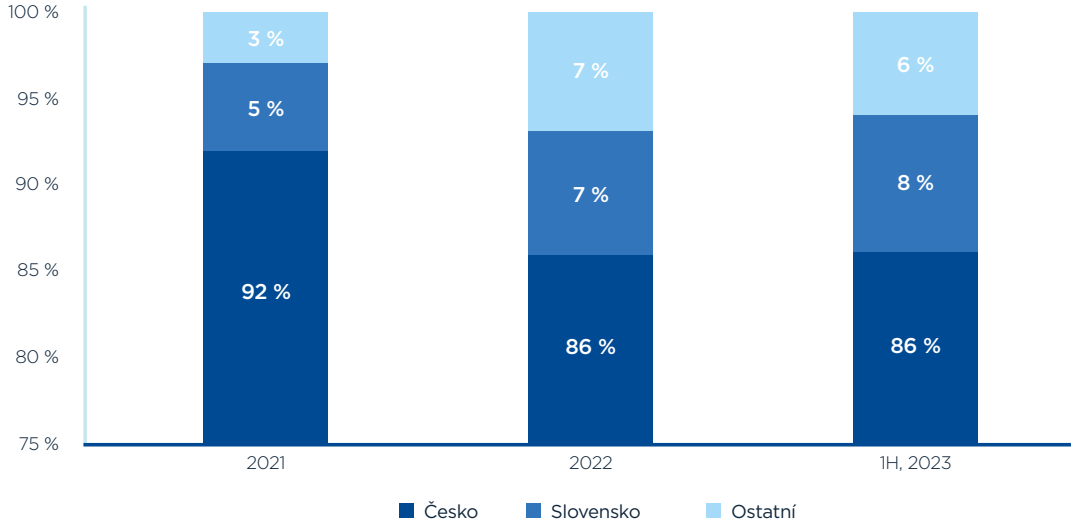
Rozpad tržeb podle jednotlivých produktových kategorií 2022



Zdroj: Management

Nejvíce Skupina inkasuje za produktovou kategorií pouzder na telefony, ty tvořily téměř čtvrtinu celkových tržeb v roce 2022. Na druhém místě byly produkty související s nabíjením mobilních telefonů, které se na celkových tržbách podílely stejnou měrou jako ochrana displeje. Méně se na tržbách podílely držáky (selfie tyče, do auta apod.) a kategorie audia (sluchátka, headsety, adaptéry apod.). Přesně třetinu celkových tržeb tvořila kategorie ostatních produktů, do které spadaly pouzdra, smartwatche, kabely apod. Cílem Skupiny je nabídnout zákazníkům veškeré kategorie produktů, jež spadají do oboru příslušenství k mobilním telefonům, tabletům a nositelné elektronice. Cílem je tak mít skvělý produkt v každé kategorii s důrazem na kvalitu, jež má přednost před kvantitou. Za pomoci vlastního vývojového oddělení následně Skupina dokáže rozvíjet potenciál některých produktů a použití chytrých zařízení v běžném životě spotřebitele.

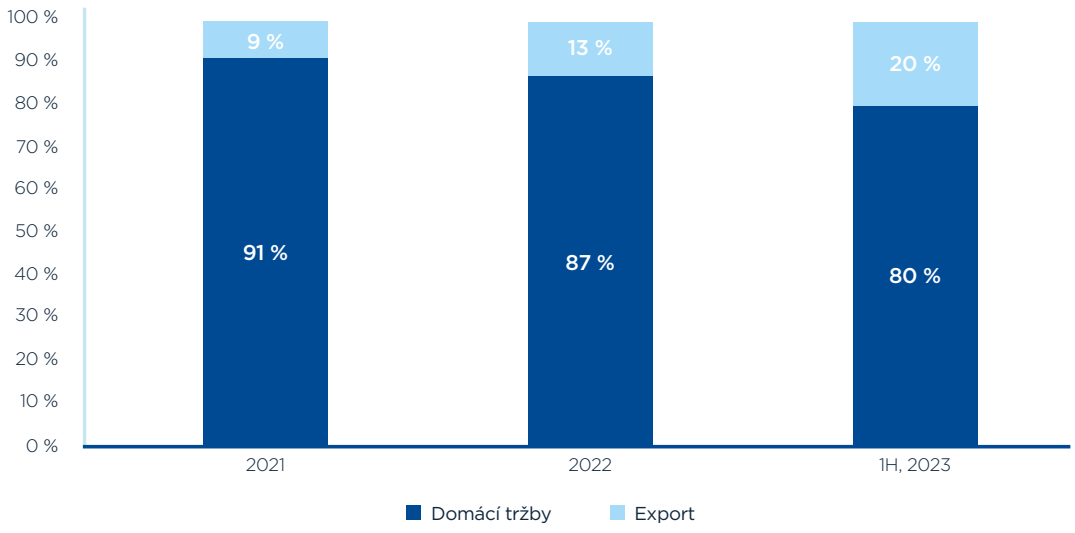
Geografické rozdělení tržeb



Zdroj: Management

Geografické rozdělení tržeb Skupiny je čím dál více ve prospěch zahraničních trhů, což vnímáme pozitivně. V roce 2021 bylo 92 % tržeb realizováno v České republice, 5 % ve Slovensku, 2 % v Rumunsku a zbytek v ostatních zemích. O rok později se Skupině podařilo své rostoucí tržby více generovat za hranicemi a to konkrétně 14 % tržeb, což je téměř 2x více, než v roce 2021. Polovinu zahraničních tržeb tvořili klienti ze Slovenska (7 %) a o další polovinu se podělily Rumunsko (3 %), Portugalsko, Polsko a Holandsko, každé s maximálně 1% zastoupením. V první polovině letošního roku se struktura geografického rozdělení tržeb téměř nezměnila oproti roku 2022. Hlavním rozdílem je o procento vyšší zastoupení tržeb ve Slovensku a také větší diverzifikace napříč vícero státy, kdy zbylých 6 % tržeb bylo rozděleno mezi Polskem, Švédskem, Rumunskem, Holandskem, Portugalskem, Německem, Maďarskem a Bulharskem s maximálně 1% zastoupením u každé země. Je tak vidět pozitivní vývoj tržeb Skupiny směrem za hranice, díky čemuž Skupina bude schopna dále škálovat svůj růst, aniž by se musela omezovat na lokální limitovaný trh.

Zdroj růstu tržeb



Zdroj: Management

Skupina stále více čerpá růst ze zahraničních trhů. Jak je vidět na grafu, většina růstu tržeb je pořád ještě produktem domácí expanze, ale čím dál více se to přesouvá na zahraniční trhy. Letos tak v první půlce roku díky aktivní činnosti exportního oddělení tvořil až 20 % z celkového růstu tržeb zahraniční trh. V letošním roce došlo nově k navázání spolupráce se skandinávským, litevským a polským distributorem.

Dotace

Skupina historicky čerpala evropské dotace za účelem poskytnutí výstav. V současné chvíli management jedná o zopakování této dotace, a to na podporu účasti Skupiny jakožto vystavovatel na některých světových výstavách. První taková výstava by měla být realizována na podzim v září a jedná se o IFA (mezinárodní veletrh spotřební elektroniky) v Berlíně. Skupina by podle pořadatele výstavy byla největším českým vystavovatelem. Později plány managementu zahrnují účast na výstavě CES (consumer electronics show) v Las Vegas a na dalších výstavách v Asii.

Dividendová politika

Skupina při vstupu na burzu avizovala, že v následujících 5 letech není plánovaná žádná výplata dividendy. Vzhledem k dynamické povaze růstové fáze, ve kterém se podnik nachází a která je vysoce náročná na peněžní prostředky, dává větší smysl reinvestice než výplata dividend. Nicméně v roce 2022 došlo k mimořádné výplatě dividend ve výši 3 Kč na akcii v rámci odměnění akcionářské loajality v těžké době na trzích.

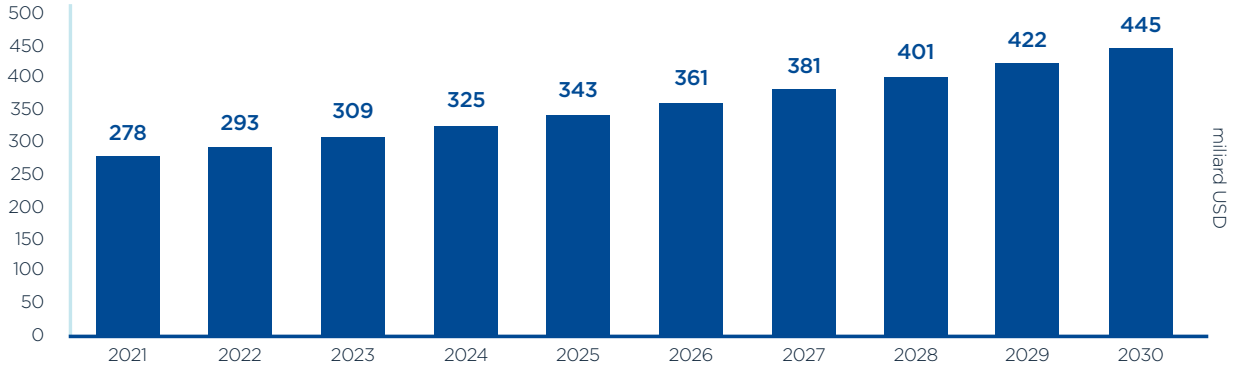
Globální trh s příslušenstvím mobilních telefonů

Tento trh je tvořen hardwarovými produkty, které jsou vytvářeny za účelem ulehčení a zpříjemnění uživatelské zkušenosti s mobilními telefony. Příslušenství slouží také k personalizaci a zlepšení funkcionality mobilních telefonů. Mezi produkty na tomto trhu lze nalézt adaptéry, elektronické karty, powerbanky, obaly na telefon, data kabely, ochranná skla, sluchátka, držáky apod. Růst odvětví je poháněn především technologickým rozvojem, kdy se smartphony staly neodlučitelnou částí současného člověka. Pokračující digitalizace administrativních činností, proliferace umělé inteligence a internetu budou v dalších letech hlavními faktory táhnoucí celý trh nahoru. Výrazně spjaté s technologiemi jsou obzvlášť mladé generace, které tráví stále více času na mobilních telefonech, především kvůli zábavě (hry, videa) a sociálním médiím. Také zvyšující se počet bezdrátových zařízení vyžaduje nákup příslušenství z praktických i personalizačních důvodů. Naopak obchodní války, sankce a cla mohou zabrzdit růst trhu s příslušenstvím.

Podle reportu Mobile Phone Accessories Market 2021 od Straits Research Pvt Ltd globální růst odvětví s příslušenstvím mobilních telefonů dosáhne složené roční míry růstu (CAGR) 3,4 % v období 2022–2030. Nejrychleji by měl růst region Severní Ameriky a největším trhem by měl být Asijsko-pacifický region. Co se týče segmentů, tento trh by měl pohánět segment sluchátek s CAGR 4,1 %. Rostoucí konzumace zábavního obsahu na mobilních telefonech vyžadují pro maximalizaci požitku kvalitní audio hardware. Navíc spoustu spotřebitelů teprve čeká přechod na bezdrátovou variantu sluchátek, které silně rostou na popularitě a jsou čím dál dostupnější a kvalitnější. Prodej mobilních příslušenství by měl být příznivý i v Eurozóně, díky rostoucí poptávce po smartphonech a po herních aplikacích. V eurozóně je větší zastoupení hráčů na PC a konzolích, ale poslední léta lze sledovat rostoucí preferenci mobilních telefonů v herním průmyslu. Novější pohled na trh poskytuje výzkum Global Mobile Phone Accessories Market – Industry and Trends od Data Bridge Market Research Private Ltd. Zde analytici prognózují až 7,5 % CAGR do roku 2029. Jiný report Mobile Phone Accessories Market Outlook od Future Market Insights, Inc. předpokládá 6,8 % CAGR do roku 2033. Hlavním tahounem podle této analýzy má být příznivý trend v nákupech smartphonů a bezdrátových souvisejících zařízení. Adopce bezdrátových zařízení poskytuje větší komfort pro uživatele, ale hlavně moderní technologie přenosu dat Wi-Fi, NFC, Bluetooth, či 5 G a další budou postupně umožňovat masovou adopci bezdrátových zařízení. To by mělo podpořit tržby obchodníků s příslušenstvím jako jsou bezdrátové nabíječky, sluchátka, lokátory apod. Poslední analýza je od společnosti Next Move Strategy Consulting, ve které autoři prognózují růst trhu s příslušenstvím 5 % CAGR, do roku 2030 v čele se Severní Amerikou.

Ve shrnutí z výše uvedených výstupů výzkumných firem se zdá, že trh s příslušenstvím mobilních telefonů má před sebou přiměřené růstové období. Trh bude těžit hlavně z rozvoje a adopce technologií umělé inteligence, internetu věcí a bezdrátových zařízení. Elektroniky využívající kabely bude ubývat a rychlé přenosové technologie jako je Wi-Fi, Bluetooth a 5G čeká větší proliferace. Spotřebitelé budou čím dál více závislí na těchto elektronických zařízeních, a tedy i souvisejících příslušenstvích k těmto zařízením. Tato příslušenství jsou významnou součástí z pohledu funkcionality a personalizace, nebo estetiky. Bezdrátová zařízení využívající výkonný hardware vyžadují frekventované dobíjení, což je argument pro nákup příslušenství jako je powerbank či bezdrátové nabíječky. Výše uvedených 5 různých analýz v průměru odhadují růst odvětví, zhruba do konce dekády tempem 5,36 % CAGR. Vzhledem k současné velikosti trhu (278,17 mld. USD, Next Move Strategy Consulting) by 5,36 % CAGR znamenalo, že trh vyroste přibližně o 167 mld. USD v daném období a v roce 2030 bude mít velikost 445 mld. USD.

Globální trh s mobilním příslušenstvím 2021 - 2030 (5,36 % CAGR)



Zdroj: Next Move Strategy Consulting, Straits Research, Data Bridge Market Research a Future Market Insights

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

milionů Kč	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby celkem	**217.1**	**222.1**	**246.3**	**314.8**	**365.4**
Tržby za prodej zboží	193.8	196.8	222.1	288.3	330.8
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	23.3	25.3	24.1	26.5	34.6
Výkonová spotřeba	**144.9**	**163.4**	**168.9**	**209.1**	**254.1**
Náklady na prodané zboží	109.4	117.3	127.0	153.9	178.5
Spotřeba materiálu a energie	10.5	14.0	11.3	12.1	18.7
Služby	25.0	32.0	30.6	43.0	56.8
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlast. výroby	**-3.1**	**-3.6**	**-0.1**	**-0.3**	**-3.3**
Osobní náklady	**40.8**	**44.5**	**47.7**	**58.6**	**66.4**
Mzdové náklady	29.6	32.3	34.9	43.8	49.2
Náklady na SP a ZP	10.3	11.2	12.0	13.9	16.0
Ostatní náklady (sociální náklady)	0.9	0.9	0.8	0.9	1.2
Ostatní provozní výnosy	**4.9**	**7.4**	**7.2**	**6.9**	**4.3**
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0.1	0.3	0.4	0.0	0.2
Tržby z prodaného materiálu	0.0	0.0	0.6	0.9	1.1
Jiné provozní výnosy	4.8	7.1	6.2	6.0	3.0
Ostatní provozní náklady	**21.2**	**18.3**	**22.1**	**34.6**	**33.3**
Zůstatková cena prodaného materiálu	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1
Daně a poplatky	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1
Rezervy v provozní oblasti a komplexní NPO	0.0	-1.0	-0.1	0.5	0.1
Jiné provozní náklady	21.0	19.0	21.6	34.0	32.9
ZISK PŘED ZAPOČTENÍM DANÍ, ÚROKŮ A ODPISŮ	**18.1**	**6.9**	**14.9**	**19.6**	**19.3**
Úprava hodnot v provozní oblasti	**2.1**	**4.5**	**5.8**	**1.1**	**2.8**
Úpravy hodnot (ne)hm. majetku trvalé = ODPISY	1.3	2.5	3.5	3.6	4.0
Úpravy hodnot zásob	0.8	1.8	2.3	-2.4	-1.3
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**16.0**	**2.4**	**9.0**	**18.5**	**16.5**
Výnosové úroky a podobné výnosy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nákladové úroky a podobné náklady	1.3	2.3	1.9	1.9	3.2
Ostatní finanční výnosy	0.9	1.1	2.2	3.1	4.9
Ostatní finanční náklady	1.5	1.6	3.8	2.6	3.3
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**-1.9**	**-2.7**	**-3.5**	**-1.3**	**-1.5**
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM	**14.1**	**-0.3**	**5.5**	**17.2**	**14.9**
Daň z příjmů	**3.1**	**0.2**	**1.5**	**3.4**	**3.2**
- Splatná	3.2	0.5	1.8	3.1	2.9
- Odložená	-0.1	-0.3	-0.4	0.3	0.3
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PO ZDANĚNÍ	**11.0**	**-0.6**	**4.0**	**13.7**	**11.7**

Zdroj: Auditované účetní závěrky konsolidovaně (2018-2022)

Skupina je ve fázi expanzivního růstu a její průměrný růst tržeb v posledních 5 letech dosahuje 14,4 % každoročně. Výjimečným byl rok 2019, kdy růst činil pouhé 2,3 % a to z důvodu ukončení distribuce zboží italské značky Celly. Došlo tak ke stažení zboží z trhu v hodnotě cca 14 milionů Kč, které bylo postupně vyprodáváno za snížené ceny, anebo rovnou likvidováno. Realizace tohoto kroku musela být urychlena, došlo k tomu kvůli zhoršené spolupráci s italským dodavatelem. Jako náhrada sloužily výrobky vlastní značky FIXED a Cellularline. Naopak v roce 2021 byl růst tržeb mimořádný na 27,8%, což je v souladu s vývojem většiny společností v tomto roce. Jednalo se totiž o velmi silný rok díky bezprecedentní monetární a fiskální expanzi západních ekonomik. Tržby tedy zatím odrážejí zdravý vývoj.

Výkonová spotřeba roste ruku v ruce s tržbami a zatím se nezdá, že by Skupina zefektivňovala své hospodaření, čímž by došlo k růstu hrubých marží. Hrubé marže se historicky pohybují v průměru kolem 12 %, bez jasného trendu. **Osobní náklady** se pohybují v průměru kolem 19 % tržeb, bez jasného trendu.

Provozní marže v průměru za uvedené období činila 5,8 % a **čistá marže** se v průměru pohybovala kolem 2,8 %. Uvedené ziskové a hrubé marže Skupiny patří k nižším, nicméně v expanzivní fázi podnikání je tento jev typický. Skupina se více soustředí na růst, čímž rostou náklady za účelem využití externích služeb a metod ke zvýšení konkurenceschopnosti. Tyto marže by se měly postupem času zlepšovat s tím, jak se společnost bude přeorientovávat z růstu na stabilizaci.

ROZVAHA

miliónů Kč	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA					
Aktiva Celkem	113.6	141.8	149.2	202.7	226.7
Dlouhodobý majetek	13.7	23.5	24.1	22.4	29.8
Dlouhodobý nehmotný majetek	2.3	6.1	8.0	7.3	7.6
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0.0	0.9	0.6	0.8	0.6
Ocenitelná práva (Software + Ostat. Oceň. práva)	0.7	0.5	1.4	1.0	0.6
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1.7	4.8	6.0	5.4	6.4
Dlouhodobý hmotný majetek	11.4	17.4	16.1	15.1	22.2
Pozemky	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Stavby	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Samostatné movité věci a soubory	3.1	8.5	7.7	6.5	9.4
Nedokončený DHM	6.1	6.8	6.3	6.5	10.7
Konsolidační rozdíly	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
Oběžná aktiva	95.4	112.1	120.9	177.1	193.9
Zásoby	56.0	65.3	66.9	90.9	112.2
Materiál	3.7	4.4	4.3	4.5	4.4
Výrobky	5.3	7.7	6.8	6.7	7.1
Zboží	42.8	44.3	45.9	63.9	89.0
Poskytnuté zálohy na zásoby	4.2	9.0	9.8	15.8	11.7
Dlouhodobé pohledávky	0.7	1.0	1.4	1.1	0.8
Odložená daňová pohledávka	0.7	1.0	1.4	1.1	0.8
Krátkodobé pohledávky	37.7	37.6	46.8	71.3	71.5
Pohledávky z obchodních vztahů	37.5	32.2	43.5	68.3	71.1
Stát – daňové pohledávky	0.0	2.3	0.1	0.0	0.0
Jiné pohledávky	0.0	2.8	3.2	2.2	0.3
Krátkodobý finanční majetek	1.0	8.2	5.9	13.8	9.3
Peníze	0.3	0.4	0.6	0.7	0.2
Účty v bankách	0.7	7.8	5.3	13.1	9.1
Časové rozlišení	3.4	5.2	3.1	2.3	2.2
Náklady příštích období	1.0	2.0	1.3	1.2	1.9
Příjmy příštích období	2.4	3.2	1.8	1.1	0.3

Zdroj: Auditované účetní závěrky konsolidovaně (2018-2022)

Ukazatel obratu dlouhodobého hmotného majetku se historicky pohybuje okolo 12,4. Jinými slovy, Skupina je schopna na každou utracenou korunu za dlouhodobý majetek vygenerovat 12,4 Kč v tržbách. Jedná se o atraktivní poměr a ukazuje to, že podnikání Skupiny nevyžaduje intenzivní investice do dlouhodobého majetku. Je to dáno tím, že Skupina sama nevyrábí veškeré prodávané zboží a většinu tržeb tvoří online přeprodej zboží.

Current ratio je poměr měřící likviditu společnosti a také její flexibilitu ve splácení krátkodobých dluhů. Vypočítá se vydělením hodnoty oběžných aktiv krátkodobými závazky. Poměr má historicky tendenci se zlepšovat a z 1,2 v roce 2018 se tento poměr dostal na 1,7 v předešlém roce. Jedná se o dobré hodnoty a ukazuje to, že Skupina má dostatek likvidity.

Ukazatel obratu zásob Skupiny historicky stagnuje kolem 2,5 – 2,6, což je poměrně nízká hodnota. Nízké hodnoty tohoto ukazatele mohou poukazovat na slabé tržby, nebo přehnané zásobování se. Může to být důsledkem neefektivního managementu zásob, nebo neprodejného zboží. Hodnota 2,5 jinými slovy znamená, že Skupina své zásoby kompletně obmění pouze jednou za 146 dnů. Oproti roku 2020 se hodnota zásob v roce 2022 téměř zdvojnásobila, management uvádí, že k růstu zásob docházelo rychleji díky rostoucímu podílu prodeje zboží vlastní značky. Takové zboží (na rozdíl od cizích značek) se objednává ve větších kvantitách (minimální množství objednávky se pohybuje kolem 1000 ks) a je zde větší prodleva, než se to dostane k distribuci. Dohledný budoucí vývoj zásob v růstové fázi pravděpodobně nepovede k výraznému snížení, a tedy nižší kapitálové náročnosti. S časem by ovšem efektivita nakládání se zásobami měla růst.

Ukazatel obratu pohledávek historicky mírně klesá z 5,8 v roce 2019 na 4,4 v roce 2022. Znamená to, že Skupina obmění pohledávky jednou za přibližně 83 dnů. Ideální by bylo, kdyby se poměr zvětšoval, neboť zmenšující se hodnota ukazatele může poukazovat na kupící se pohledávky. Skupina má nízké dlouhodobé pohledávky, což je pozitivní

ROZVAHA

miliónů Kč	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA					
Pasiva Celkem	**113.7**	**141.8**	**149.2**	**202.8**	**226.7**
Vlastní kapitál	**27.4**	**19.8**	**28.1**	**89.3**	**101.1**
Základní kapitál	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**2.2**	**2.2**
Ážio a kapitálové fondy	**0.1**	**0.1**	**4.3**	**53.4**	**53.4**
Emisní ážio	0.0	0.0	0.0	49.1	49.1
Ostatní kapitálové fondy	0.1	0.1	4.3	4.3	4.3
Výsledek hospodaření minulých let	**16.1**	**20.1**	**19.5**	**20.0**	**33.7**
Nerozdělený zisk minulých let	16.1	20.1	19.5	21.0	33.7
Výsledek hospodaření běžného účetního období	**11.0**	**-0.6**	**4.0**	**13.7**	**11.7**
Cizí zdroje	**85.2**	**120.7**	**120.0**	**111.8**	**124.3**
Rezervy	**1.1**	**0.1**	**0.0**	**1.6**	**1.5**
Ostatní rezervy	1.1	0.1	0.0	1.6	1.5
Dlouhodobé závazky	**0.1**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
Krátkodobé závazky	**26.4**	**41.0**	**36.6**	**37.1**	**32.3**
Závazky z obchodních vztahů	17.8	27.9	26.9	25.3	23.9
Závazky ke společníkům	2.9	4.9	0.0	0.0	0.0
Závazky k zaměstnancům	1.9	2.2	2.7	3.1	3.7
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1.2	1.3	1.6	1.4	1.8
Stát – daňové závazky a dotace	2.6	4.6	4.9	6.9	2.4
Krátkodobé přijaté zálohy	0.0	0.0	0.5	0.3	0.3
Bankovní úvěry a výpomoci	**57.6**	**79.6**	**83.4**	**73.1**	**90.5**
Bankovní úvěry dlouhodobé	2.6	9.4	8.6	6.2	7.2
Krátkodobé bankovní úvěry	55.0	70.2	74.8	66.9	83.3
Časové rozlišení	**1.1**	**1.3**	**1.1**	**1.6**	**1.3**
Výdaje příštích období	1.1	1.3	1.1	1.6	1.3

Zdroj: Auditované účetní závěrky konsolidovaně (2018-2022)

Poměr dluhu k vlastnímu kapitálu se vyvíjí příznivě a z 2,1 v roce 2018 klesal k 0,89 v roce 2022. Vyšší hodnoty poměru jsou typické pro malé růstové firmy, a mohou svědčit o zvětšeném riziku hospodaření společnosti. Poměr 0,89 znamená, že Skupina méně než 50 % svých výdajů financuje dluhem. Ovšem růst **krátkodobého dluhu** může být mírně znepokojivý, obzvlášť v prostředí vyšších úrokových sazeb. Náklady na obsluhu dluhu byly dvojnásobné v roce 2022 oproti roku 2021 na 3,16 milionů Kč, což je stále přijatelná částka a tvoří pouze 4,3 % dluhu z roku 2021. Skupina má nyní dluh přes 90 miliónů Kč, jedná se o poměrně vysokou částku v poměru k čistému zisku. Podle managementu Skupiny je rostoucí dluh důsledkem nákladnosti skladových zásob a také dlouhé splatnosti faktur velkých partnerů (Alza, ElectroWorld, Datart apod.).

Návratnost vlastního kapitálu trendově směřuje níže a v roce 2022 se jednalo o 12 %. Jinak řečeno, Skupina generuje 12 % návratnost svým akcionářům. Vzhledem k povaze podniku a průměrné návratnosti on-line prodejců se jedná spíše o nižší návratnost. Skupina by měla cílit na 15-20 % návratnosti v dalších letech, aby se vyrovnala s tržním průměrem. Poznamenáme ovšem, že v letech 2020 (16,8 %) a 2021 (23,3 %) se Skupině dařilo dosahovat této vyšší návratnosti.

Závazky z obchodních vztahů jsou výhradně krátkodobé povahy a historicky se pohybují v rozumné výši kolem 35 miliónů Kč. Nic tak nenaznačuje, že by měla Skupina problém se splácením vlastních závazků.

SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY

- Vlastní značka, konkurenční ceny
- Kvalitní produkty s pozitivní odezvou od zákazníků (Alza) a široký sortiment
- Dlouhodobé zkušenosti a neměnný management
- Partnerství se silnými hráči na trhu maloobchodního prodeje
- Atraktivní odvětví e-commerce a příslušenství mobilních telefonů s očekávaným růstem 5,36 % CAGR do roku 2030

PŘÍLEŽITOSTI

- Skupina je součástí rychle rostoucího a atraktivního odvětví e-commerce
- Většinu akcií (90 %) společnosti drží management Skupiny
- Dynamický růst, jež překonává růst odvětví
- Expanze do zahraničí
- Rostoucí zájem o mobilní telefony v rámci rozvoje technologií AI, G5, Bluetooth, IoT

Slabé stránky

- Slabší vyjednávací pozice vzhledem k velikosti Skupiny
- Nepříznivý finanční vývoj (záporný peněžní tok a vysoké zásoby)
- Nízké marže (souvisí s růstem)
- Vysoká exponovanost domácímu trhu
- Náročnost podnikání na pracovní kapitál
- Závislost na dodavatelích

Hrozby

- E-commerce je odvětví s relativně malou bariérou pro vstup
- Většinu akcií (90 %) společnosti drží management Skupiny
- Rostoucí dluh
- Konkurence z Číny
- Konkurence ze strany partnerů (Alza apod.)

Vlastní výroba a Brand patří mezi hlavní přednosti Skupiny. Skupina tím získává větší kontrolu nad finančním vývojem tím, že může kontrolovat ceny vstupů, nastavovat si ceny a přizpůsobovat výrobky poptávce. Skupinu již od počátku vedou ti samí lidé, kteří ji vybudovali a mají v ní největší podíl (cca 90 %). Zakladatelé tak mají jistě bohaté zkušenosti v oblasti, když od nuly budovali vlastní porozumění daného odvětví. Bohatství zakladatelů je definováno hodnotou akcií Skupiny a zároveň je její úspěch výsledkem intenzivních investic ze strany těchto lidí. To zaručuje maximální obezřetnost a péči managementu ve vztahu k ekonomickému vývoji podniku. Skupina si v průběhu let vybudovala partnerské vztahy s významnými hráči na poli e-commerce a maloobchodních prodejen (Alza, Datart, Globus, Mall, ElectroWorld apod.). Tito partneři jsou pak schopni protlačit zboží Skupiny na spotřebitelem nejnavštěvovanějších nákupních webových stránkách. Skupina je schopná dynamicky růst, a to výrazně rychleji, než je růst trhu s příslušenstvím pro mobilní telefony. To poukazuje na zdravou trajektorii, po které se Skupina vydává, a to i ve světle příznivého vývoje zahraniční expanze.

Ovšem vysoké vlastnictví podílu Skupiny může být i hrozbou pro budoucí akcionáře v případě, že se management rozhodne prodat větší množství akcií v kratším časovém úseku. E-commerce patří k rychle rostoucím segmentům trhu a poskytuje možnost pro růst mnoha společnostem s výrazně menší bariérou pro vstup. To jde ruku v ruce se zvýšenou konkurencí, kdy účastníků trhu je více a mohou relativně rychle vyrůst. Vyšší konkurence také vede k menší výdělečnosti všech firem v odvětví. Dluh Skupiny přesahuje částku 90 miliónů Kč, což se ve vztahu k historickým čistým ziskům a volným peněžním prostředkům jeví jako vysoká částka. Skupina používá dluh krytý krátkodobými pohledávkami, takže by neměl být vysoce rizikový, nicméně ten jednou bude muset být splacen. V důsledku je tedy pravděpodobné zředění stávajících akcionářů za účelem stabilizace finanční situace. Relativně vysoké jsou také zásoby, jež rostou v posledních letech rapidním tempem a může poukazovat na neprodejnost jistého zboží, či problémy v obchodních vztazích. Nízké ziskové marže jsou slabou stránkou podniku, nicméně to je typické pro expanzivní malé společnosti. Po růstové fázi je na místě očekávat vyšší ziskové marže. Mezi slabiny patří také vysoká exponovanost českému trhu, která časem omezí růst Skupiny. Podnikání Skupiny je náročné na pracovní kapitál, což může vést k prodlením v peněžních tocích a vytváří potřebu krátkodobého dluhu. Rizikem pro Skupinu je také konkurence ze strany hlavních partnerů. Například pro Alzu se může ukázat být výhodnější nahradit dodavatele vlastní výrobou a značkou, která již má své renomé, a to se již do jisté míry děje.

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 nejznámějších 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 Skupiny.

Kromě těchto dvou metod existují i jiné, méně vhodné metody ocenění. Valuace na základě uskutečněných porovnatelných historických transakcí, nebo metodou ocenění aktiv společnosti.

DCF valuaci lze provádět prognózou volných peněžních toků ve 2 fázích. Obyčejně poslední fázi tvoří tzv. pokračující nebo terminální hodnota a první fáze jsou tvořeny projekcemi příštích fiskálních 3–10 let. V závislosti na stabilitě podniku lze rozhodnout, jak dlouhá bude 1. fáze. Obvykle u stabilních a málo rostoucích firem (zavedené velké korporace) lze snadněji předvídat vývoj finančních položek i do vzdálené budoucnosti, například 10 let. U menších a rostoucích firem je velmi obtížné předvídat budoucí vývoj, proto se u nich obvykle používá kratší 1. fáze (3-5 let). Oceňovaná Skupina v této analýze se řadí do druhé skupiny. Existuje výjimka, a to, pokud firma roste extrémním tempem (30 % a více) pak může být žádoucí rozdělit 1 fázi. na 2 části – růstovou a stabilizační. My ovšem neočekáváme takový růst, proto jsme se rozhodli pro účely valuace využít pouze klasický 5letý explicitní horizont 1. fáze.

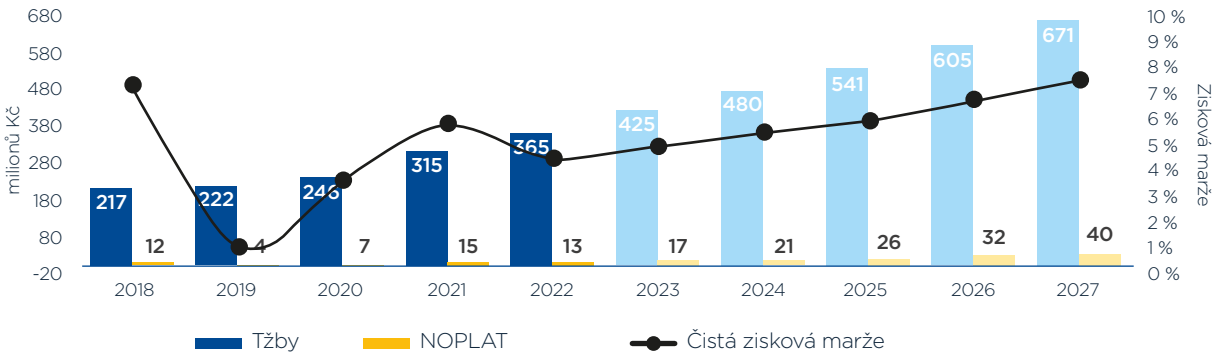
Market Approach

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 srovnatelné 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 čisté ziskové marže. Skupině se daří každoročně růst o poměrně zajímavé hodnoty díky expanzi do zahraničí a rozšiřování spolupráce s velkými prodejci. Tržby se v roce 2022 výrazně nepropadly v důsledku růstu cen dodávek materiálů a energií a také mzdových nákladů. To vnímáme pozitivně, znamená to, že Skupina dokázala tyto zvýšené náklady promítnout do cenotvorby, a i přes to vykázat nejlepší výsledky v historii Skupiny. Jediným nedostatkem je to, že tento růst byl vykoupen rostoucím dluhem i přes to, že Skupina prodala část svých akcií v roce 2021. Projektované tempo růstu tržeb do budoucích let jsme obdrželi od managementu Skupiny, který předpokládá zpomalující růst z hodnoty 17,1 % v roce 2023 na hodnotu 12,4 % v roce 2026. Za účelem dosažení konzervativnějších odhadů jsme upravili předpokládaný růst v letech 2023-2026 zmenšením těchto odhadů o 3 až 10 %. Na rok 2027 již odhady managementu nedosáhnou a pouze jsme prodloužili trendový vývoj za předpokladů růstu tržeb o 11 %. Co se týče provozního zisku NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes), jedná se pouze o provozní zisk EBIT (earnings before intrest and taxes) upravený o daně. NOPLAT by měl vykazovat stabilní růst v rámci celkové expanze Skupiny. Čistá zisková marže by měla taktéž růst díky tomu, že časem bude docházet k menším útratám na expanzi Skupiny a rostoucí celkové efektivitě. Historicky měla tato marže tendenci výrazně kolísat, projekce této položky je tudíž méně spolehlivá.

Realizované a projektované klíčové finanční položky



Zdroj: Auditované účetní závěrky konsolidovaně, projekce managementu, BHS

Celkově projekce managementu počítají s relativně umírněným růstem a nezdá se to být, při historickém tempu růstu Skupiny nedosažitelné. Kritickou proměnnou, jež může výrazně ovlivnit tyto projekce je úspěch v oblasti spolupráce Skupiny s velkými prodejci a dodavateli. V roce 2019 činil růst tržeb pouze 2,3 % právě díky rozvázání spolupráce s významným dodavatelem. Ovšem do budoucna se toto riziko bude zmenšovat a již nyní je výrazně menší díky výraznému růstu zastoupení vlastní značky FIXED na tržbách Skupiny. Větší riziko může představovat konkurence ze strany velkých prodejců se kterými má Skupina kontrakt. Je samozřejmé, že budou v hospodářství Skupiny v průběhu dalších let výkyvy, které model přesně nezachycuje a ani nemůže zachycovat. Důležité je tedy správně odhadnout průměrný vývoj. Ekonomický vývoj může být o něco horší v letošním roce a části příštího roku s tím, jak se vysoké úrokové sazby postupně propisují do ekonomiky. Ovšem, následně v druhé polovině 2024 a dále předpokládáme obnovu globální ekonomické aktivity a zdravý růst po období útlumu. Model makroekonomické výkyvy plně nezohledňuje.

Vstup do modelu v mio. Kč	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Daňová zátěž	22,0%	-55,2%	26,9%	20,0%	21,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Růst tržeb	**n/a**	**2,3%**	**10,9%**	**27,8%**	**16,1%**	**16,3%**	**13,0%**	**12,6%**	**11,9%**	**11,0%**	**10,0%**
Zisková marže před daní	7,3%	1,1%	3,7%	5,8%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,8%	7,6%	8,0%
Obrat čistého dlouhodobého provozního majetku	n/a	12,5	8,3	11,0	14,2	12,5	10,0	13,0	13,0	14,0	13,65
Obrat pracovního kapitálu	n/a	3,1	3,8	3,9	2,8	2,80	2,90	2,90	3,10	3,30	3,6
Tržby	**217,1**	**222,1**	**246,3**	**314,8**	**365,4**	**424,8**	**480,0**	**540,5**	**604,8**	**671,4**	**738,5**
EBIT	15,9	2,4	9,0	18,4	16,4	21,2	26,4	32,4	41,1	51,0	
NOPLAT	12,4	3,7	6,6	14,7	12,9	17,0	21,1	25,9	32,9	40,8	
Čistá provozní dlouhodobá aktiva	17,7	29,7	28,5	25,7	32,9	48,0	41,6	46,5	48,0	54,1	
Provozní pracovní kapitál	70,6	64,9	80,6	129,0	156,5	165,5	186,4	195,1	203,4	205,1	
Investovaný kapitál	**88,3**	**94,6**	**109,1**	**154,7**	**189,4**	**213,5**	**228,0**	**241,6**	**251,4**	**259,2**	
Změna v investovaném kapitálu		6,3	14,5	45,6	34,6	24,2	14,4	13,7	9,8	7,8	
FCFF		-2,6	-7,9	-30,9	-21,7	-7,2	6,7	12,3	23,1	33,0	33,6
Růst tržeb		2,3%	10,9%	27,8%	16,1%	16,3%	13,0%	12,6%	11,9%	11,0%	2%
Návratnost investovaného kapitálu		4,2%	7,0%	13,5%	8,4%	9,0%	9,9%	11,4%	13,6%	16,2%	20%
Návratnost nově investovaného kapitálu											18%
WACC											12,01%
Pokračující hodnota									KVD		450,0

Současná hodnota explicitní fáze	41,1
Současná hodnota pokračující hodnoty	255,2
Hodnota brutto (enterprise value)	296,2
Čistý dluh	88,2
Hodnota netto (equity value)	208,1
Cena akcie	93.66 Kč

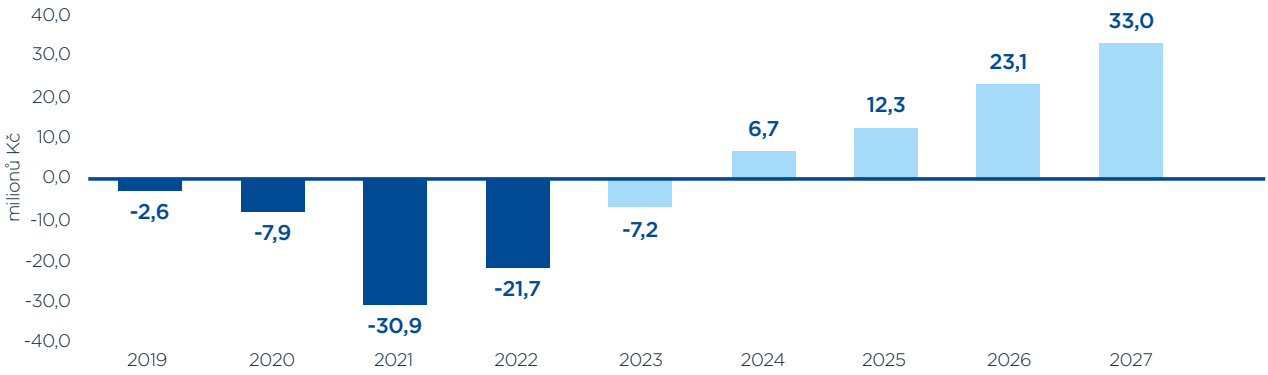
Zdroj: BHS

Poznámky ke vstupům do modelu

Model počítá s 5letým explicitním obdobím s projekcemi, které jsou zobrazeny v tabulce výše. Daňová zátěž, ačkoli obecně odpovídá 19 % v ČR, historicky společnost vykazovala vyšší hodnoty, a proto i do budoucna předpokládáme jenom lehce vyšší hodnotu 20 %. Růst tržeb společnosti historicky byl proměnlivý a za posledních 5 let se to pohybovalo v širokém intervalu od 2,3 % - 27,8 %. Projekce byla převzata od managementu Skupiny. Zisková marže taktéž velmi kolísavá historicky a trendově předpokládáme postupné zlepšování s tím jak se bude společnost stabilizovat. Obrat čistého dlouhodobého provozního majetku i pracovního kapitálu jsou proměnlivé položky, jež není snadné předpovídat. Ovšem, trendově počítáme s tím, že se hodnoty obratu čistého dlouhodobého provozního majetku bude pohybovat kolem historických hodnot 10–14. Obrat pracovního kapitálu by se mohl pohybovat kolem 2,8 – 3,5 s tím, že předpokládáme lehký růst v explicitním období z nižších počátečních hodnot. S rostoucí velikostí firmy totiž obvykle klesá efektivita hospodaření s majetkem. NOPLAT (Net Operating Profit Least Adjusted Taxes) měří provozní zisk EBIT po daních a model předpokládá jeho postupný růst. Čistá provozní dlouhodobá aktiva budou spolu s velikostí společnosti růst, neboť majetek se bude rozšiřovat a pokud nebudou pasiva růst výrazně rychleji než nová aktiva, pak tato položka bude výše. Bylo tomu tak i historicky. Historický vývoj taktéž bude pravděpodobně sledovat i provozní pracovní kapitál. S tím jak bude Skupina expandovat bude zapotřebí více skladových prostor a větší zásoby pro pohotové expedice zboží a to také vzhledem k typickému prodlení vyplácení fakturovaných částek v tomto odvětví. Investovaný kapitál tedy předpokládá postupný růst, neboť se jedná pouze o součet předchozích dvou položek. Návratnost investovaného kapitálu sleduje historicky rostoucí vývoj, ačkoli taktéž smíšeně. Ve výsledku jsme Skupině přisoudili o něco vyšší hodnotu návratnosti nově investovaného kapitálu, abychom jí dali prostor před našim potenciálním pochybením a přílišnou opatrností analýzy. Pokračující hodnota Skupiny byla vypočtena podle vzorce KVD (Key Value Driver), jak jej přednesli partneři McKinsey & Co. Tim Koller, Marc Goedhart a David Wessels. Výsledkem je současná hodnota explicitní fáze ve výši 41,1 mio. Kč a současná hodnota pokračující hodnoty ve výši 255,2 mio. Kč. Přes 86 % současného ocenění Skupiny tvoří hodnota v perpetuitě. Jinými slovy, její hodnota může být v čase velmi kolísavá a nejistá. Po sečtení současných hodnot explicitní, pokračující fáze a odečtení čistého dluhu se dostáváme k tržní hodnotě společnosti ve výši 208,1 mio. Kč. To implikuje cenu 93,66 Kč na akcii.

Volné peněžní toky (nebo také free cash flows to firm, „FCFF“) jsou hlavním vstupem do modelu DCF, jež se následně diskontují a vypočítává se z nich pokračující hodnota Skupiny. Jedná se o peněžní hodnotu v každém roce, jež Skupina má volně k dispozici a může je například vyplatit akcionářům, nebo investovat zpět do podniku. Výpočet FCFF je komplexní a zahrnuje úpravy provozního výsledku hospodaření v každém roce o neprovozní položky, které nejsou přímo vztažené k samotné podnikatelské aktivitě. Také se FCFF 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 FCFF Skupiny mají změny v pracovním kapitálu, či provozně nutném dlouhodobém majetku. Tyto změny je obtížně předvídat, ovšem pro účely modelování stačí, když se podaří zhruba trefit do průměrného vývoje v příštích letech. Skupina od roku 2019 nebyla schopna dosáhnout kladného FCFF, kvůli vysokým nákladům na expanzi, které zajišťují atraktivní růst tržeb. V letech 2021 a 2022 došlo k výrazným peněžním odtokům kvůli silnému růstu krátkodobých pohledávek a v důsledku investic do zásob. Peníze, které mohly skončit v pokladně Skupiny tak byly postoupeny do budoucnosti. Podle našich předpokladů nedosáhne Skupina kladných volných peněžních toků ani v letošním roce. Ovšem v letech 2024, 2025 by mohlo a mělo docházet k obratu tohoto trendu, neboť s každým proděleným rokem se bude muset Skupina buďto více zadlužovat anebo ředit současné akcionáře prodejem nových akcií na burze.

Realizované a projektovné volné peněžní prostředky (FCFF)



Zdroj: Auditované účetní závěrky konsolidovaně, projekce managementu, BHS

Projektované volné peněžní toky 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 WACC se nejdříve určí 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 investic do srovnatelných aktiv. Na příštích pět let jsme určili průměrné náklady na splácení dluhu na 5 %, na základě dostupných údajů o současných a historických splátkách Skupiny 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. Vzorec pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je tak následující: $NVK = Rf + \beta * MRP + CRP + SRP$, kde Rf je bezriziková výnosová míra, β je nezadlužená beta odvětví, MRP tržní riziková prémie trhu v ČR, CRP regionální riziková prémie ČR a SRP velikostní přirážka.

Náklady kapitálu	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
Bezriziková výnosová míra v ČR	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Beta faktor odvětví (nezadluženě)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
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	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
Náklady cizího kapitálu	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Daňová sazba	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
WACC	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**	**12.0%**

Zdroj: Aswath Damodaran, BHS, 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 příležitosti. Beta faktor odvětví, který udává míru kolísavosti odvětví ve srovnání s referenčním trhem se určil na základě údajů poskytnutých profesorem Aswathem Damodaranem, výpočtů agentury Bloomberg a vlastní regrese. Riziková prémie trhu je odhadovaný výnos, který může referenční trh nabídnout nad bezrizikový výnos. Podle databáze profesora Damodarana je současná riziková prémie českého trhu rovna necelým 7 %. Průměrná riziková prémie všech lokalit, ve kterých Skupina podniká byla odhadnuta na 1 %. Velikost společnosti má prokazatelný vliv na její rizikovost, čímž se ospravedlňuje velikostní přirážka ve výši 2 %. Výsledný náklad na vlastní kapitál se tak v průměru pohybuje kolem 13,4 %. Jedná se o poměrně vysoký náklad, který bude intenzivněji diskontovat projektované volné peněžní toky v budoucích letech. Ovšem je to plně ospravedlnitelné vzhledem k vysokým úrokovým sazbám. Výsledný WACC se pak vypočte jako vážený průměr těchto vypočtených nákladů kapitálu. Skupina disponuje dominantně vlastním kapitálem, takže její diskontní míry mnohem více ovlivní náklady vlastního kapitálu než cizího. 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 toků a diskontní míry je výpočet hodnoty společnosti v tzv. explicitní 1. fázi a terminální hodnoty, jež v součtu určí hodnotu společnosti, která se pak ošetří o dluh a peněžní toky. Indikovaná hodnota by pak měla odpovídat skutečné vnitřní hodnotě společnosti za uvedených předpokladů vývoje finančních položek a současných rizikových prémií. V explicitní fázi, diskontovaná hodnota Skupiny odpovídá 41,1 milionům Kč. V pokračující fázi (terminální hodnota) je diskontovaná hodnota rovna 255,2 milionů Kč. Celková hodnota Skupiny (tzv. enterprise value) tedy odpovídá součtu těchto dvou hodnot a to 296,2 milionům Kč. 13,9 % této hodnoty tak tvoří explicitní fáze a 86,1 % tvoří terminální hodnota, která je výrazněji zatížená nejistotami. U rostoucích společností jako je FIXED.zone je tento poměr typický. Pro výpočet tržní hodnoty společnosti (tzv. equity value) je potřeba ošetřit celkovou hodnotu společnost o dluhy a volné peněžní toky, čímž se dostáváme k hodnotě 208,1 milionů Kč. Skutečná vnitřní hodnota Skupiny tak za výše zmíněných předpokladů odpovídá hodnotě 208,1 milionů Kč neboli 93,66 Kč na akcií. To při současné ceně akcie 194 Kč představuje nadhodnocení hodnoty Skupiny o více než 100 %. Je důležité si uvědomit, že tato hodnota Skupiny bude odpovídat skutečné vnitřní hodnotě pouze pokud Skupina dokáže růst uvedeným tempem a dosahovat projektovaných zisků. Model nepočítá s neočekávanými vnějšími událostmi, které by mohly výrazně ovlivnit chod Skupiny, jako jsou makroekonomický vývoj nebo fúze a akvizice. Valuace metodou tržního ocenění nemá u uvedené Skupiny smysl, neboť skutečně srovnatelných, veřejně obchodovaných společností je na trhu velmi málo. Výsledky takové analýzy by poskytovaly pohled, který by pro ověření valuace DCF nebyl užitečný. Místo toho jsme vypracovali citlivostní analýzu, která počítá s různými variantami vývoje nákladů kapitálu a návratnosti investic Skupiny.

Analýza citlivosti:
hodnota akcie Společnosti v závislosti na WACC a RONIC

WACC \ RONIC	16%	17%	18%	19%	20%	21%
13.0%	68.8	74.6	80.4	86.3	92.1	97.9
12.5%	75.6	81.8	88.1	94.3	100.5	106.8
12.0%	83.1	89.8	96.5	103.2	109.9	116.6
11.5%	91.4	98.7	105.9	113.1	120.3	127.5
11.0%	100.7	108.5	116.3	124.1	131.9	139.7
10.5%	111.2	119.6	128.1	136.5	144.9	153.3
10.0%	123.0	132.2	141.3	150.5	159.7	168.8
9.5%	136.4	146.4	156.4	166.4	176.4	186.4

Zdroj: BHS

Tabulka citlivostní analýzy ukazuje, jak by se změnila vnitřní hodnota Skupiny v závislosti na změnách v nákladech na kapitál (WACC) a návratnosti na nově investovaný kapitál (RONIC). WACC je tvořen několika proměnnými, které se mohou a pravděpodobně budou v čase měnit. Odúročitel WACC se sníží například pokud klíčové úrokové sazby České národní banky klesnou, dojde ke změně kapitálové struktury Skupiny (více dluhu, méně vlastního kapitálu) nebo pokud dojde k poklesu rizikových prémií. Naopak se WACC může zvýšit, pokud Skupina bude ještě více spoléhat na vlastní kapitál, zdraží dluh, korelace s akciovým indexem vzroste, nebo pokud porostou rizikové prémie českého trhu. RONIC je důležitým měřítkem, které vypovídá o efektivitě společnosti ve využití investovaného kapitálu. RONIC se používá pro výpočet pokračující (terminální) hodnoty společnosti a jedná se o rozdíl mezi návratností na kapitál (ROIC) a terminálním růstem (cílená 2% inflace). Obyčejně jsou vyšší hodnoty RONIC lepší, a naopak příliš nízké hodnoty mohou poukazovat na neefektivní využití kapitálu pro investiční účely. Historicky se průměr RONIC pohyboval kolem 8,2 % a my předpokládáme jeho růst do budoucna s tím, jak se bude efektivita Skupiny zvyšovat a náklady na expanzi zmenšovat. V perpetuitě by podle teorie neměla být návratnost na investovaný kapitál výrazně vyšší než WACC. Ovšem v případě Skupiny lze předpokládat rapidní potenciální rozvoj, ačkoli se jedná o méně konzervativní předpoklad. Podle výsledků v tabulce v závislosti na těchto proměnných by hodnota akcie Skupiny mohla kolísat v rozmezí 62,6 Kč až 168,8 Kč. Podle našeho názorů bude mít WACC v budoucích letech tendenci klesat. To by mohlo pomoci zvýšit hodnotu Skupiny. Pokud se podaří Skupině dosáhnout vysokého RONIC lze jen těžko předvídat.

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 poradenstvíči 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 nezkreslený 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 nenese 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 dozoru 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 Poctivá prezentace, který je dostupný na www.bhs.cz v sekci Dokumenty ke stažení.