

## HARDWARIO

## IPO

## "Průmyslové IoT inovace z Česka letí do světa"

HARDWARIO představuje sázku na management a dynamický vývoj v oblasti internetu věcí. Firma je personálně i technologicky připravena na rychle rostoucí poptávku po připojení nízko-energetických zařízení. Vstup na burzu umožní společnosti rychleji rozvinout svůj business model a investorům vstoupit do rychle rostoucího odvětví internetu věcí.

- ✓ HARDWARIO je českým inovátorem v oblasti internetu věcí. Od roku 2019 buduje celosvětovou síť partnerů, kterým vyvíjí a dodává ucelenou nabídku vlastních výrobků a služeb potřebných k úspěšnému nasazení a provozu projektů internetu věcí – IoT.
- ✓ Společnost byla založena jako privátní investice Jablotronu a v roce 2017 odkoupena vysokými manažery Jablotronu Alanem Fabikem a Pavlem Hübnerem. Oba aktivně řídí společnost a drží téměř 56% podíl ve firmě.
- ✓ Akcionáři HARDWARIO se rozhodli vstoupit na burzu a posílit kapitál vydáním nových akcií. Zhruba 60% nových zdrojů by mělo jít do oblasti obchodu, marketingu a vývoje a zbytek do navýšení skladových zásob pro potřebu rychlejšího růstu společnosti.
- ✓ Finanční výhled managementu předpokládá více než 10násobný nárůst tržeb do roku 2026 na Kč 229 mil a zvýšení provozního zisku EBITDA na Kč 55 mil, tedy EBITDA marži okolo 24%.
- ✓ Oceňujeme HARDWARIO na Kč 287 mil za předpokladu úpisu 2.87 mil nových akcií. Akcie by se tak obchodovaly na úrovni EV/EBITDA okolo 5.2x a 8.6x násobku čistého zisku očekávaných v roce 2026.
- ✓ Globální konkurence, úspěšnost vybudování partnerské sítě a monetizace vztahu s klíčovými zákazníky představují kromě likvidity akcií hlavní rizika spojená s investicí do akcií společnosti.

**Sektor:**

Internet věcí (IoT)

**Země:**

Česká republika

**Tržní kapitalizace:**

Kč 287 mil (Post-money Equity)\*

Kč 234 mil (Pre-money Equity)

**Enterprise Value 2022P:**

Kč 216 mil (Post-money Equity)\*

**Akcionáři (Pre-Money):**

Alan Fabik (27.9%)

Pavel Hübner (27.9%)

**Počet nabízených akcií/Podíl:**

2,870,000 / 20.0%

**Upisovací cena za akcii:**

Kč 17.0–25.0

HLAVNÍ UKAZATELE									
	TRŽBY	EBITDA	EBITDA	ČISTÝ ZISK	ROCE	DLUH/EBITDA	EV/SALES	EV/EBITDA	PER
	CZK mil	CZK mil	MARŽE %	CZK mil	%				
2026P	229	55.3	24.2	33.4	27.4	0.012	1.26	5.21	8.60
2025P	155	32.0	20.6	15.5	18.2	-0.216	1.81	8.77	18.5
2024P	96.5	19.0	19.7	7.01	11.9	-1.17	2.75	14.0	41.0
2023P	56.2	11.0	19.7	2.30	5.65	-3.29	4.47	22.7	125
2022P	20.9	4.99	23.9	0.294	0.888	-9.62	11.5	48.0	976
2021	17.6	6.52	37.0	3.01	11.7	3.04	...	...	...

Zdroj: HARDWARIO, Helgi Library; P = předpověď, \*Post-Money equity valuační předpokládá úpis nových akcií v hodnotě Kč 53.4 mil, Valuační založena na ceně Kč 20.0 za akcii



## 1 Shrnutí

---

HARDWARIO je českým inovátorem v oblasti internetu věcí. Od roku 2019 buduje celosvětovou síť partnerů, kterým vyvíjí a dodává ucelenou nabídku vlastních výrobků a služeb potřebných k úspěšnému nasazení a provozu projektů internetu věcí – IoT.

Jde především o IoT platformy, které dokáží přenášet data i z míst, kde není standardní připojení k elektrické síti a internetu. Dále pak o cloudové služby, poskytující snadnou správu a integraci IoT zařízení a také o otevřené sady vývojových nástrojů, umožňující vytváření vlastních aplikací. Nezbytnou součástí nabídky je rovněž vysoce odborná technická a obchodní podpora.

Společnost byla v roce 2016 založena jako privátní investice skupiny Jablotron a v roce 2017 odkoupena vysokými manažery Jablotronu Alanem Fabikem a Pavlem Hübnerem. Oba aktivně řídí společnost a drží téměř 56% podíl ve firmě.

Akcionáři HARDWARIO se rozhodli vstoupit na burzu a posílit kapitál vydáním nových akcií, aby společnost akcelerovala svůj růst. Veškerý kapitál ze vstupu na burzu se použije na rozvoj společnosti, tzn. management ani ostatní akcionáři neplánují v rámci prodeje akcií žádný exit. Zhruba 60% nových zdrojů by mělo jít do oblasti obchodu, marketingu a vývoje a zbytek do navýšení skladových zásob pro potřebu akcelerace růstu společnosti.

HARDWARIO je relativně mladá firma s tržbami okolo Kč 20 mil, nicméně finanční výhled managementu předpokládá více než 10násobný nárůst tržeb do roku 2026 na Kč 229 mil a zvýšení provozního zisku EBITDA na Kč 55 mil, tedy EBITDA marži okolo 24%. Plán vypadá ambiciózně, nicméně trh internetu věcí nabízí prakticky neomezené příležitosti růstu.

HARDWARIO představuje sázku na management s úspěšnou zkušeností z oboru, transparentnost a vysokou míru zainteresovanosti na výsledku. Zakladatelé společnosti a současně manažeři, Alan Fabik, Pavel Hübner a Lukáš Fabik se podílejí na strategickém i denodenním řízení společnosti.

Zahraniční srovnání potvrzuje atraktivitu oboru IoT ať už v oblasti rychlého růstu, nadprůměrné ziskovosti (s EBITDA marží nad 20% a dvouciferným růstem zisku) a prémiovou valuací s EV/EBITDA nad 20x a EV/Sales okolo 3.0x.

Oceňujeme akcie HARDWARIO na Kč 287 mil za předpokladu úpisu 2.87 mil nových akcií za Kč 20.0 za akcii, tedy na bázi post-money equity (Kč 234 mil před IPO). Akcie by se tak obchodovaly na úrovni EV/EBITDA okolo 5.2x a 8.6x násobku čistého zisku očekávaných v roce 2026 za základě finančního výhledu managementu.

Globální konkurence, vybudování širší partnerské sítě a rychlost monetizace vztahu s klíčovými zákazníky představují podle nás kromě likvidity akcií hlavní rizika spojená s investicí do akcií společnosti HARDWARIO.

## 2 O společnosti

### 2.1 Představení společnosti

HARDWARIO je českým inovátorem v oblasti internetu věcí (anglicky Internet of Things, zkratka IoT). Od roku 2019 buduje celosvětovou síť partnerů, kterým vyvíjí a dodává ucelenou nabídku vlastních výrobků a služeb potřebných k nasazení a provozu projektů internetu věcí.

Jde především o IoT platformy, které dokážou přenášet data i z míst, kde není standardní připojení k elektrické síti a internetu. Dále pak o cloudové služby, poskytující snadnou správu a integraci IoT zařízení a také o otevřené sady vývojových nástrojů, umožňující vytváření vlastních aplikací. Nezbytnou součástí nabídky je rovněž odborná technická a obchodní podpora.

Svůj globální rozvoj společnost v minulosti významně podpořila založením poboček ve Velké Británii, Polsku a USA.

#### HARDWARIO – Přehled klíčových událostí

2016	2017	2018		2019	
Založení společnosti jako spin-off skupiny Jablotron	<p>Odchod ze skupiny společnosti Jablotron</p> <p>Změna názvu z BigClown Labs na Hardwario</p>	Spuštění frančizy Otevření nové pobočky ve Velké Británii.	Kampaň na crowdfundingovém portále Indiegogo s IoT stavebnicí BigClown.	Ocenění Startup roku a 5. místo v soutěži Vodafone Nápad roku	<p>Investiční kampaň na portálu FundLift</p> <p>Představení první verze produktu CHESTER IoT gateway</p> <p>Zahájení budování sítě prvních partnerů</p> <p>Úspěšné absolvování celoevropského akceleratoru xEDU v Helsinkách</p>
2020	2021	2022			
Založení dceřiné společnosti (partnerský joint-venture) Adastra Lab	Získání ocenění Deloitte Fast 50 v kategorii Rising Stars	Dokončení vývoje a výroba 2. generace produktu CHESTER IoT gateway	<p>Navýšení počtu aktivních obchodních partnerů na 22 v Česku a Slovensku, a 15 po celém světě</p> <p>Otevření nových poboček v USA a Polsku</p> <p>Změna formy Emitenta na akciovou společnost</p>	<p>Navázání strategické spolupráce se společností eMan a.s.</p> <p>Vydání 1.48 mil ks Akcií v důsledku vypořádání konvertibilních investičních certifikátů Emitenta z investiční kampaně na portálu FundLift</p>	IPO na trhu PX START

Společnost od svého založení v roce 2016 fungovala pod obchodní značkou BigClown Labs. V roce 2017 změnila název na HARDWARIO a v květnu 2022 se přeměnila na akciovou společnost.

Zakladatelé společnosti a současně manažeři, Alan Fabik, Pavel Hübner, Lukáš Fabik a Tomáš Morava se podílejí na strategickém řízení společnosti. Ředitelem firmy je

předseda správní rady, pan Alan Fabik:

#### **Alan Fabik – ředitel společnosti (CEO) a předseda správní rady**

Alan Fabik v roce 2016 spoluzaložil HARDWARIO a působí v něm na pozici CEO. Je zodpovědný za strategický rozvoj společnosti, budování a motivaci týmu a koordinaci zahraničních poboček. Alan Fabik působil na různých řídicích a obchodních pozicích přes 25 let, většinou ve společnostech vyrábějících zabezpečovací a komunikační systémy. Byl obchodním ředitelem JABLOTRON ALARMS a výkonným ředitelem JABLOTRON PROJECTS.

#### **Pavel Hübner – technický ředitel (CTO) a člen správní rady**

Pavel Hübner je spoluzakladatel a technický ředitel HARDWARIA od roku 2016. Zodpovídá za definici, vznik a uvedení produktů na trh. Řídí tým vývoje a každý den se přímo podílí na designu, softwarové implementaci výrobků a s nimi spojených služeb. Pavel Hübner má více než 20 letou praxi v oboru, koordinoval několik významných hardwarových projektů v Číně. Pracoval jako vedoucí oddělení výzkumu a vývoje ve společnosti JABLOTRON ALARMS.

#### **Lukáš Fabik – marketingový ředitel (CMO) a člen správní rady**

Lukáš Fabik působí na pozici marketingového ředitele společnosti již od roku 2018 a podílí se nejen na tvorbě marketingové strategie a realizaci kampaní, ale také na aktivní podpoře obchodu a přípravě případových studií. Vedle marketingu Lukáš Fabik rovněž vede oddělení podpory.



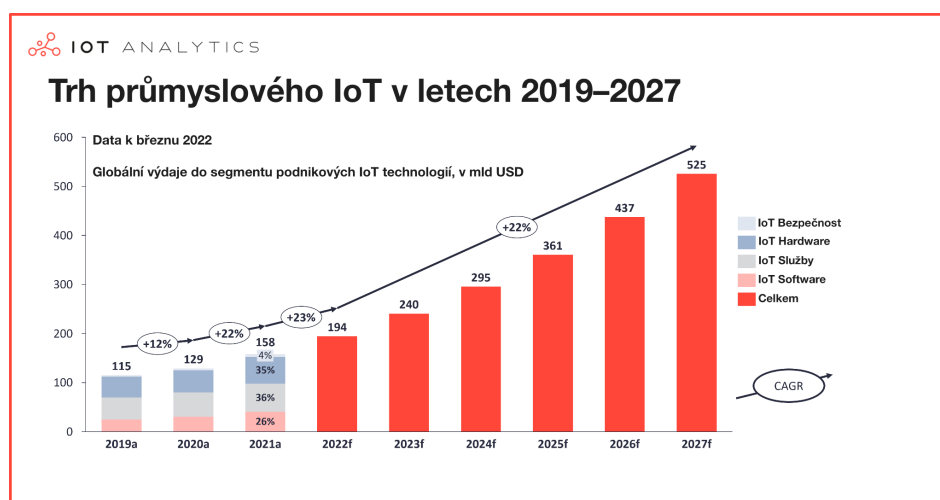
Manažeri společně drží v současné době více než 60% podíl ve společnosti. V rámci plánovaného IPO a strategického růstu firmy jednají tito akcionáři ve shodě a hodlají si i nadále držet majoritní podíl.

Společnost eMan získala v HARDWARIU na začátku roku 2022 zhruba 11% podíl a malí akcionáři, kteří konvertovali své dluhopisy skrze platformu Fundlift drží v současnosti 12.9% podíl ve firmě.

## 2.2 Internet věcí (IoT)

HARDWARIO působí v oblasti internetu věcí IoT. Jedná se o síť fyzických zařízení jako například vozidel, domácích spotřebičů či průmyslových strojů, která jsou vybavena elektronikou, softwarem, senzory, pohyblivými částmi a síťovou konektivitou, která umožňuje těmto zařízením se propojit a vyměňovat si data. Každé z těchto zařízení je jasně identifikovatelné díky implementovanému výpočetnímu systému, ale přesto je schopno pracovat samostatně v existující infrastruktuře internetu.

V roce 2021 vyrostl trh s IoT zařízeními podle údajů IOT Analytics o více než pětinu na USD 158 mld. Tento trend by měl v budoucích letech dále posilovat s odhadovaným průměrným ročním růstem převyšujícím 20%. Hledání vyšší provozní efektivity a úspor zároveň akcelaruje motivaci firem k implementaci IoT zařízení a současná energetická krize tento pozitivní trend může jen podpořit.



Severní Amerika byla v roce 2021 pro IoT nejrychleji rostoucím regionem (nárůst o 24% vůči roku 2020). HARDWARIO chce být součástí tohoto pozitivního vývoje a začátkem letošního roku zde založilo vlastní obchodní zastoupení a získalo první partnery.

Velikost trhu internetu věcí je potenciálně ohromná. Přístroje se zmenšují a zlevňují a jejich využití v průmyslu i domácnosti se zdá být neomezené. To vytváří na jednu stranu ohromnou příležitost, na druhou stranu je trh stále ještě relativně v plenkách a spousta zákazníků svůj nákup často odkládá s tím, jak se nabídka rozšiřuje a produkty zlevňují.

V některých případech je široké využití IoT produktů již opravdu jen otázkou času s tím, jak pokračuje regulace některých odvětví. Od roku 2027 například vstupuje v platnost povinnost dálkového odpočtu utility měřičů (odpočty vody, plynu či elektřiny). To bude znamenat nutnou výměnu několika desítek miliónů měřičů v domácnostech a průmyslu, na které mají utility firmy již jen relativně málo času.

Další příležitostí pro firmy dodávající IoT produkty bude postupný přechod z GSM 2G technologií na technologie 4G a 5G. Teto přechod se bude týkat miliónů v současnosti aktivních zařízení. Akceleraci IoT rovněž výrazně pomáhá nástup nových přenosových



technologií LPWAN (Low-Power Wide-Area) a také LEO (Low Earth Orbit) satelitních sítí, které umožňují napojení různých zařízení k internetu odkudkoliv na světě.

## 2.3 Business model

Trh IoT prošel v předcházejících letech turbulentním obdobím hledání svého nejlepšího možného uplatnění. Mnoho firem zjistilo, jak těžké je vytvořit produkt připojený k internetu nebo implementovat IoT do vlastních výrobků a procesů. Příčinou je zejména složitá mezivrstva mezi uživatelským rozhraním a koncovými zařízeními, která zahrnuje správu zařízení, konektivitu, cloud a bezpečnost, a je jednou z hlavních překážek úspěšného nasazení a provozu IoT projektů.

HARDWARIO a jeho partneři si na základě tohoto zjištění budují pozici IoT specialistů, kteří dokáží zájemcům o IoT tuto překážku odstranit a výrazně ulehčit celý proces implementace IoT. Soustředí se přitom na průmyslový internet věcí, kde vnímají smysluplnější projekty s vyšší marží, přičemž preferují tyto IoT aplikace:

- ✓ Monitoring efektivity výroby
- ✓ Monitoring spotřeby energií
- ✓ Monitoring nákupního chování
- ✓ Environmentální monitoring
- ✓ Vzdálené ovládání strojů a zařízení

Na rozdíl od tradičních konzultačních firem HARDWARIO disponuje vlastním hardware i cloudovou infrastrukturou, které může pružně modifikovat na základě požadavků partnerů a průmyslových zákazníků.

Hlavními produkty pro naplnění firemní strategie jsou vlastní vyvíjené a vyráběné IoT platformy, nabízené vždy včetně příslušenství, konektivity a služeb:

- ✓ **CHESTER IoT Gateway** – hlavní produkt společnosti, ke kterému je nabízeno široké portfolio příslušenství (doplňkové moduly, senzory, antény, baterie). Tento produkt je určený pro nasazení v různých průmyslových projektech. Jedná se v zásadě o jednodeskový počítač, který má velmi nízkou spotřebu a tudíž ho lze napájet z baterií nebo solárních panelů. Komunikuje speciálními IoT sítěmi, a to i z míst, kde není standardní připojení k internetu. Lze k němu připojit velké množství senzorů a aktorů, které dávají výslednému řešení smysl.
- ✓ **HARDWARIO Cloud Services** – jde o služby nabízené partnerům v rámci podpory prodeje jednotlivých platforem zahrnující Cloudové služby ve kterém si mohou uživatelé spravovat svá zařízení a nastavovat integrace s dalšími systémy, IoT konektivitu se zasmluvněnými mobilními operátory či Služby Insight umožňující vizualizaci dat na globálních platformách.
- ✓ **TOWER IoT Kit** – je modulární IoT platforma s širokou nabídkou modulů a příslušenství, která je nabízena obchodním partnerům i koncovým zákazníkům prostřednictvím vlastního e-shopu. Stavebnice TOWER umožňuje snadné a opakovatelné sestavování IoT řešení, která nacházejí uplatnění při prototypování, vzdělávání nebo v rámci domácí automatizace.

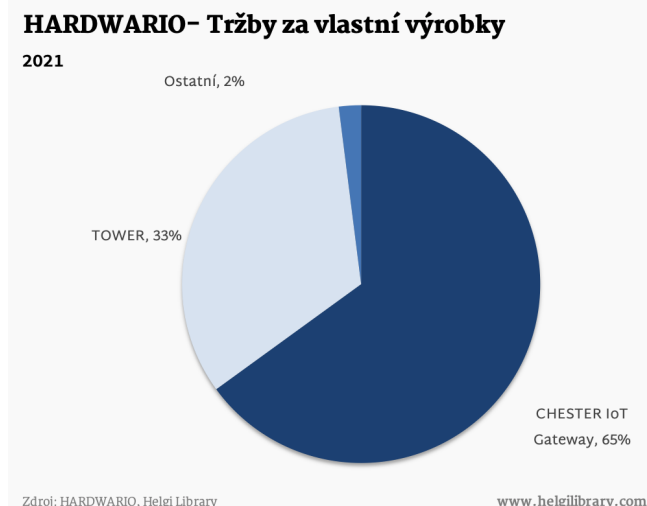
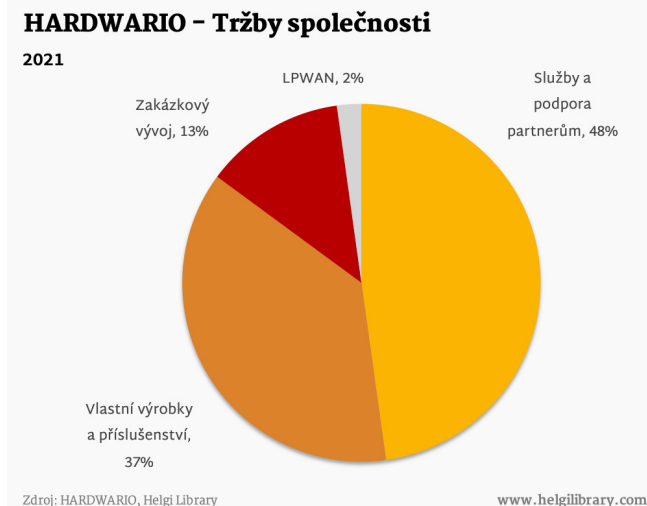


- ✓ **EMBER IoT Hotspot** – platforma umožňuje efektivně instalovat lokální IoT síť, tam kde schází pokrytí od operátora nebo uživatel nechce, aby jeho data opustila jeho IT infrastrukturu. Ty jsou atraktivní zejména u velkých průmyslových podniků, a to pro svou necloudovou architekturu. EMBER je komplementárním produktem k ostatním IoT platformám a důvodem jeho existence je právě podpora prodeje IoT brány CHESTER a IoT stavebnice TOWER



Vývojový tým HARDWARIO se soustředí na rozvoj IoT platform tak, aby je obchodní partneři a koncoví uživatelé snadno nasazovali a provozovali v rámci svých projektů. Samotný vývoj produktů vychází z potřeb obchodního oddělení. V letošním roce se soustředí zejména na rozvoj vlajkové lodi – produktu IoT gateway CHESTER a společně s ní na podpůrné produkty a příslušenství a dále služby spojené s HARDWARIO Cloud.

V roce 2022 tvořily prodej vlastních výrobků a příslušenství zhruba 37% celkových tržeb z čehož téměř dvě třetiny pocházely z prodeje produktu CHESTER IoT Gateway. Tržby ze služeb a podpory partnerů generovaly téměř polovinu všech tržeb a zakázkový vývoj téměř 13% tržeb:





Klíčovým prvkem růstového plánu společnosti je rozšiřující se celosvětová síť obchodních partnerů, která má do 5 let dosáhnout téměř 60 subjektů (37 v současnosti). HARDWARIO od každého z partnerů očekává odběr zařízení, příslušenství a služeb v průměru EUR 100,000 ročně.

Cílem managementu je nasazením atraktivních doplňkových výrobků a služeb (senzory, cloudové služby API a IoT konektivity, služby technické podpory) a také zvýšit obrat na jednu nasazenou LPWAN IoT gateway CHESTER, a to zejména doplněním o opakující se platby za cloudové služby. Finanční plán předpokládá, že u zhruba poloviny prodaných zařízení bude chtít zákazník připojení ke službám HARDWARIO Cloud services.

Hlavním trhem společnosti je Česká republika (přes 70% tržeb v roce 2021), nicméně většina růstu by se měla soustředit na zahraničí. Mezi největší zahraniční trhy v současnosti patří Belgie, Velká Británie, Slovensko, Polsko, Kanada a Brazílie. V roce 2022 byla navázána spolupráce s partnery ve Spojených státech, Austrálii, či Německu na základě spolupráce globálního rozvoje LPWAN sítí a partnerství s technologickými lídry Vodafone či Microsoft.

## 2.4 Vstup na burzu

Získání nového kapitálu na akceleraci růstu je hlavní motivací společnosti ke vstupu na burzu Start. Management zamýšlí prodat maximálně 20% podíl ve firmě v rozmezí Kč 17–25 na akcii a všechny získané prostředky budou použity na rozvoj společnosti, tj. žádný exit managementu ani ostatních akcionářů. To znamená potenciální nový kapitál do firmy ve výši Kč 49–72 mil. Pokud by se upsaly všechny nové akcie, bude mít management společnosti v držení stále nadpoloviční většinu akcií a bude tak schopen bezpečně zajistit realizaci růstové strategie:

### AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA PŘED A PO IPO

Akcionář	POČET AKCIÍ (mil)		PODÍL	
	Před IPO	Po IPO	Před IPO	Po IPO
Alan Fabik	3.20	3.20	27.9%	22.3%
Pavel Hübner	3.20	3.20	27.9%	22.3%
eMan a.s.	1.10	1.10	9.6%	7.7%
Tomáš Morava	0.80	0.80	7.0%	5.6%
Další akcionáři	3.18	3.18	27.7%	22.2%
<b>Celkem</b>	<b>11.48</b>	<b>11.48</b>	<b>100.0%</b>	<b>80.0%</b>

Zdroj: Hardwario, Helgi Library

Management předpokládá využít 60% nového kapitálu na rozvoj oblasti obchodu, marketingu a vývoje, zbytek pak investovat do navýšení skladových zásob pro potřebu rychlejšího růstu společnosti:

- ✓ 40 % – posílení obchodu a marketingu v rámci budování globální distribuční sítě;
- ✓ 20 % – vývoj produktů a posílení oddělení podpory;
- ✓ 40 % – posílení skladu nákupem kritického materiálu a výrobou typových sestav;

Kromě téměř 10% podílu získaného na začátku roku 2022 přeprodejem stávajících akcií firmou eMan drží drobní akcionáři dalších 12.9% společnosti. To vzniklo konverzí investičních certifikátů (dluhopisů) vydaných v roce 2019. Podpora drobných investorů představuje silnou důvěru v management a business model společnosti (téměř 60 % investorů se rozhodlo překlomit svoji investici do akcií společnosti), na druhou stranu může znamenat určité riziko ve formě zvýšené nabídky akcií po procesu IPO. Management HARDWARIO však má navázán úzký vztah s těmito investory, kteří společnost dlouhodobě podporují a dle názoru managementu tak není jejich primárním cílem okamžitý prodej akcií po IPO.

Management také zvažuje uzavřít se společností Národní rozvojová investiční dohodu o investici až do výše 30% nabízených akcií firmy HARDWARIO při vstupu na burzu, což by mohlo podpořit upisovací proces.

## 2.5 SWOT analýza

### Silné stránky (Strenghts)

- ✓ Internet věcí představuje jeden z nejvíce perspektivních oborů ve středně a dlouhodobém horizontu. Očekávaný růst, ziskovost a valuace jsou nadprůměrné ve srovnání s trhem.
- ✓ Management s úspěšnou zkušeností z oboru, transparentností a vysokou mírou zainteresovanosti na výsledku představuje výrazný stavební kámen celého příběhu.

### Slabé stránky (Weaknesses)

- ✓ Relativně malá velikost firmy ať už na personální, či ekonomické úrovni představuje překážky pro rychlejší rozvoj a využití potenciálu trhu IoT
- ✓ Absence klíčového klienta či specializace na vybraný sektor či výrobek, které by firmě přinesly konkurenční výhodu a omezily riziko a náklady expanze

### Příležitosti (Opportunities)

- ✓ Obor internetu věcí představuje prakticky neomezený potenciál růstu v dlouhém období
- ✓ Vybudování partnerské sítě na hlavních světových trzích může přinést raketový růst firmy

### Rizika (Threats)

- ✓ Dynamický růst firmy je závislý úspěšném rozvoji business modelu, tj. na vybudování partnerské sítě a získání dostatečného objemu zakázek.
- ✓ Riziko konkurenčního tlaku od nových/větších hráčů popřípadě od konkurenčních technologií
- ✓ Riziko omezené likvidity akcií společnosti vzhledem k velikosti firmy a specifikám trhu

## 3 Finanční výsledky a výhled

### 3.1 Shrnutí

Společnost HARDWARIO je mladá firma s relativně nízkými tržbami. Prezentace finančních výsledků a hlavně výhledu vychází z manažerského výhledu, který pracuje s následujícími klíčovými předpoklady:

1. Dynamickém rozvoji odvětví a výnosů společnosti. Celkové tržby by se měly zvýšit z Kč 18 mil v roce 2021 až na Kč 229 v roce 2026.
2. Vysoké ziskovosti společnosti s průměrnou EBITDA marží na úrovni 20–25% očekávanou v letech 2022–2026.
3. Navýšení kapitálu o Kč 49–72 mil v rámci vstupu na burzu s tím, že 60% prostředků bude použito na rozvoj business modelu firmy a 40% na posílení zásob k financování růstu.

Získání dostatečného objemu nových zakázek a dosažení dynamického růstu tržeb v následujících letech je tedy základem pro většinu ostatních částí finančního výhledu a také pro dosažení valuace společnosti prezentované v další kapitole.

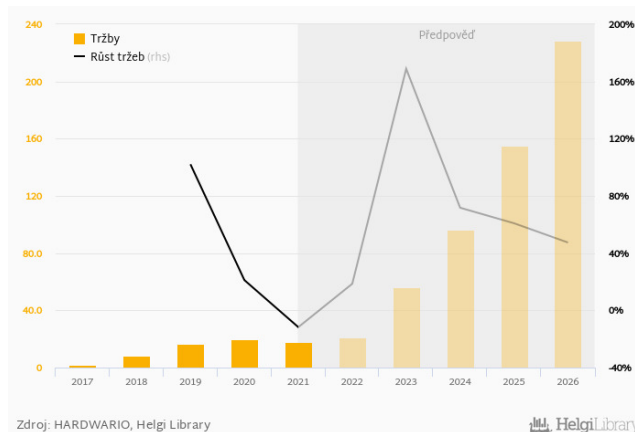
Úspěšný vstup na burzu a získání dodatečného kapitálu společnosti na rychlejší rozvoj business modelu zároveň představuje důležitý faktor pro dosažení finančních cílů společnosti.

### 3.2 Růst tržeb

Klíčovým prvkem růstového plánu je rozšiřující se celosvětová síť obchodních partnerů, která má do 5 let dosáhnout téměř 54 subjektů (ve srovnání s 37 subjekty v roce 2022). Pro každého jednotlivého partnera je dále očekáván přínos tržeb, který v průměru dosahuje EUR 100 tis. ročně. Společnost by tedy měla vygenerovat během následujících 6 let zakázky převyšující kumulativně půl miliardy Kč a v roce 2026 tak dosáhnout tržeb okolo Kč 229 mil.

#### Růst tržeb

CZK mil, 2017 – 2026



HARDWARIO již úspěšně dokončilo desítky projektů a na konci roku 2021 firma spolupracovala s 37 obchodními partnery. Produkty a služby HARDWARIO se dají využít téměř ve všech odvětvích a příklady úspěšných produktů zahrnují trekování prodejních míst v retailu, přístrojů na sledování pohybu staveb, mostů či terénu, automatický odečet plynu či elektřiny, monitoring CO<sub>2</sub>, nebo například monitory vlhkosti či teploty pro zdravotní sektor.

Management uvádí, že v různém stavu jednání a rozpracovanosti má projekty za více než Kč 35 mil. Mezi uživatele produktů společnosti patří například Škoda Auto, LEGO, Statotest, Vodafone UK, Arcelor Mittal či ASAHI:

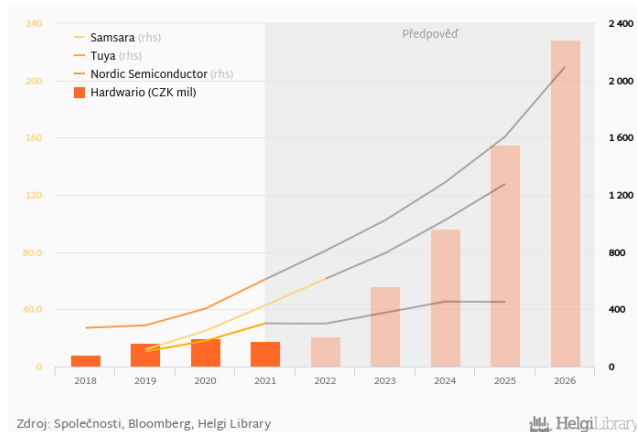
Obecně je těžké předpovědět pravděpodobnost úspěšnosti projektu, tzn. kolik rozpracovaných projektů se podaří realizovat do výrobní fáze a často je to pravděpodobnost binární. Na druhou stranu u většiny projektů platí vývoj produktu a řešení zákazníků, takže vývojové riziko je relativně omezené a týká se spíše efektivity alokace zdrojů společnosti.

Nový kapitál získaný z emise nových akcií může ale zrychlit vývoj business modelu společnosti, ať už v rovině vývoje vlastních výrobků a služeb, tak i v obchodní činnosti a marketingu a v neposlední řadě v posílení vlastních zásob, aby společnost mohla rychleji reagovat na případnou poptávku zákazníků.

Potenciální velikost trhu internetu věcí je obrovská a raketově-rostoucí tržby některých menších hráčů to jen dokazují:

#### Tržby vybraných IoT firem

USD mil, 2018 – 2026



### 3.3 Ziskovost

Management očekává, že provozní zisk EBITDA dosáhne v roce 2026 více než Kč 55 mil (oproti Kč 6.5 mil v 2021) a EBITDA marže zhruba 24%.

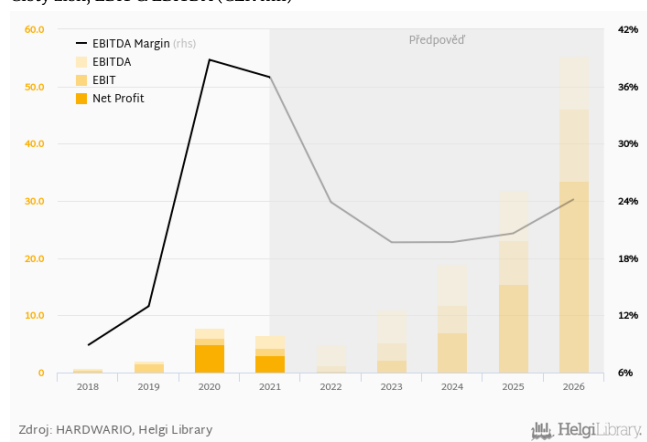
Hlavním tahounem zlepšení ziskovosti je očekávaný nárůst tržeb, bez kterého dosažení zisku není možné. Hrubá produktová marže je predikována na úrovni mírně přesahující 40% v roce 2022, s růstem efektivity a dosažením úspor z rozsahu se marže v rámci budoucích let zvyšuje až ke zhruba 52%.

Čistá marže je v důsledku významných investic do rozvoje společnosti v nejbližších letech minimální, nicméně výhledově je očekáváno její zvýšení až k 15%.

Společnost HARDWARIO v letech 2020–2022 provedla zásadní transformaci od zakázkového vývoje, který byl sice relativně ziskový, ale extrémně závislý na rozhodování dodavatelů a málo škálovatelný. Došlo tak k poklesům marže a tržeb, ale došlo k zásadnímu posílení prodeje vlastních výrobků a řešení, které jsou dále nabízeny po celém světě. Roky 2021 a 2022 jsou rovněž ovlivněny krizí na trhu komponent, kdy se společnost musela předzásobovat a na nějakou dobu jí tedy vypadla výrobní kapacita:

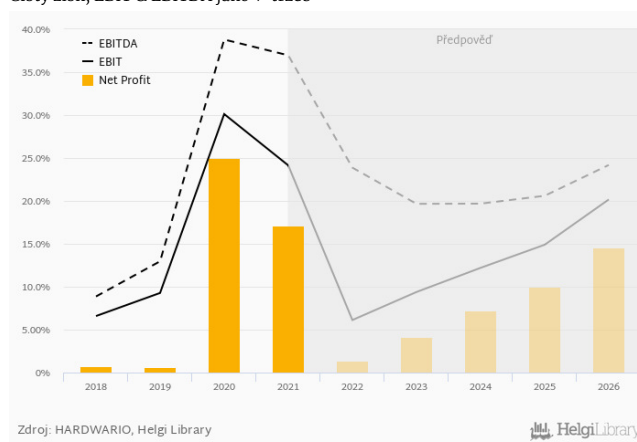
### Od zisku EBITDA k čistému zisku

Čistý zisk, EBIT & EBITDA (CZK mil)



### Ziskové marže

Čistý zisk, EBIT & EBITDA jako % tržeb



Struktura nákladů Hardwaria je velmi flexibilní a efektivní a společnost zaměstnává celkem zhruba 20 lidí. Pokud by se managementu nepodařilo získat celý požadovaný kapitál v rámci vstupu na burzu, popř. firma nezískala zakázky v očekávané výši, nákladová struktura firmy by měla zůstat relativně nízká a firma by neměla generovat významnou ztrátu.

Provozní break-even společnosti je odhadován na tržby ve výši Kč 26 mil (bez čerpání dotací avšak s plnými vývojovými náklady i na dotované projekty) s tím, že variabilní náklady na materiál z prodaných výrobků jsou mezi 40–50% a většina fixních nákladů pochází z pronájmu kanceláří a souvisejících nákladů (Kč 2 mil ročně), provozních nákladů včetně fixních nákladů na tým (Kč 11 mil) a marketingových a právních nákladů (Kč 4 mil).

Dlouhodobý cíl managementu dosáhnout EBITDA marže přesahující 20% nevybočuje z obecného průměru odvětví. Pokud si odmyslíme raketově-růstoucí ale ztrátové společnosti Samsara a Tuya, většina představitelů IoT sektoru by měly podle odhadů akciových analytiků v letech 2022–2025 vygenerovat EBITDA marži převyšující 20%:

### IoT sektor – EBITDA marže (2019–2025P)

EBITDA MARŽE	ZEMĚ	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Itron	USA	10.8%	5.0%	1.3%	5.7%	9.7%	12.5%	17.2%
PTC	USA	11.6%	25.2%	25.8%	34.6%	40.2%	39.7%	40.9%
CalAmp	USA	9.2%	4.1%	4.9%	3.0%	11.5%	13.0%	14.0%
Sierra Wireless	USA	-4.1%	-10.8%	-9.5%	9.4%	10.3%	10.7%	11.0%
Digi International	USA	7.2%	12.0%	13.1%	17.2%	23.1%	24.0%	25.0%
u-Blox Holding	Švýcarsko	13.7%	-11.6%	15.9%	17.3%	16.8%	16.5%	18.3%
Broadcom	USA	18.4%	23.1%	36.2%	42.8%	44.3%	46.4%	44.8%
Sensata Technologies	USA	24.1%	20.0%	23.8%	22.4%	23.2%	24.5%	25.4%
Nordic Semiconductor	Norsko	11.4%	18.9%	20.4%	25.6%	24.0%	24.6%	25.2%
Quectel Wireless Solutions	Čína	4.9%	3.6%	4.9%	5.4%	5.5%	5.8%	7.2%
Badger Meter	USA	21.1%	21.9%	21.7%	20.9%	21.2%	21.4%	23.5%
Hubbell	USA	17.1%	18.3%	17.1%	16.8%	17.2%	18.1%	18.7%
Landis+Gyr Group	USA	14.9%	-5.1%	-2.0%	8.2%	10.9%	12.8%	15.0%
KORE	USA	23.8%	20.1%	13.8%	23.6%	23.6%	27.3%	25.4%
Tuya	Čína	-68.7%	-37.9%	-59.7%	-58.6%	-38.8%	-24.1%	-15.9%
Samsara	USA	-168.0%	-70.1%	-74.6%	-16.6%	-7.8%	-4.3%	7.6%
Hardwario	Czechia	13.0%	38.8%	37.0%	23.9%	19.7%	19.7%	20.6%
<b>TOTAL/AVERAGE</b>		<b>13.1%</b>	<b>10.3%</b>	<b>13.4%</b>	<b>18.1%</b>	<b>20.1%</b>	<b>21.2%</b>	<b>22.3%</b>

Zdroj: Bloomberg, Hardwario, Helgi Library

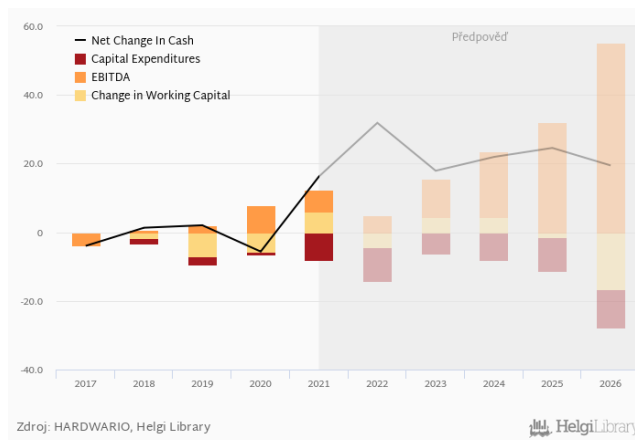
### 3.4 Financování expanze

Nutnou podmínkou k dosažení plánovaného obrátu a ziskovosti ve středně a dlouhodobém horizontu je posílení kapitálu firmy. I když je firma zisková a nákladově efektivní, dodatečný kapitál by měl výrazně urychlit její rozvoj a růst.

Jak už jsme naznačili výše, HARDWARIO vynaloží ročně zhruba Kč 15 mil nákladů na provoz. Pokud k tomu přidáme Kč 10 mil investic a nákladů na vývoj produktů a Kč 3 mil dodatečného pracovního kapitálu do roku 2026 ročně, odhadujeme celkovou roční spotřebu hotovosti společnosti při předpokládaném růstu tržeb v následujících letech na Kč 25–30 mil ročně:

#### Potřeba financování růstu

CZK mil

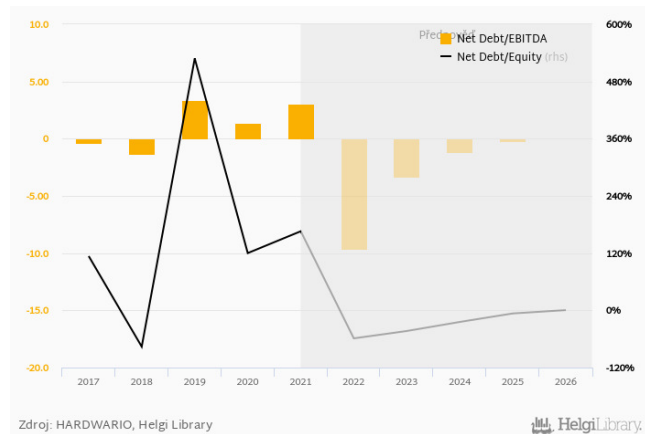




Většina očekávané potřeby kapitálu by měla být pokryta tvorbou vlastního provozního cash flow díky vysoké očekávané ziskovosti a dodatečným kapitálem získaným při vstupu na burzu. Na konci roku 2026 tedy management společnosti předpokládá téměř nulové zadlužení (čistý dluh) a čistý pracovní kapitál převyšující Kč 120 mil:

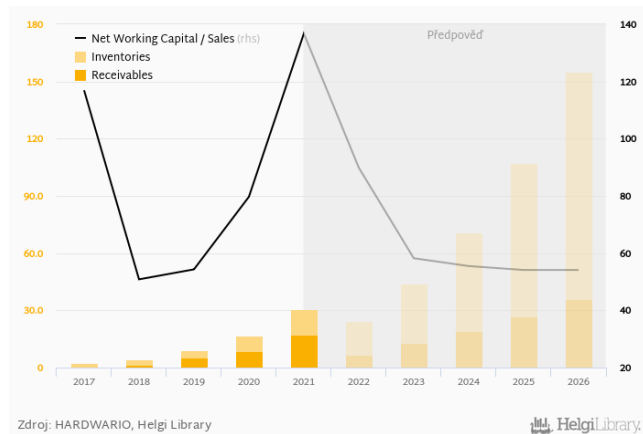
## Zadlužení

Čistý dluh/EBITDA & Čistý dluh/Vlastní jmění



## Pracovní kapitál

CZK mil



## 4 Valuace

Díky své relativně krátké historii a malé velikosti je HARDWARIO z finančního a valuačního pohledu stále ještě start-up firma se všemi riziky ale i potenciálem, které tato definice nabízí. Společnost potřebuje posílit kapitál na rozvoj produktu, obchodu a marketingu a obecně zrychlit vývoj svého business modelu, aby využila příležitosti trhu a dosáhla ambiciózních cílů, které si vytýčila.

Na druhou stranu však trh internetu věcí nabízí firmě prakticky neomezené příležitosti růstu a akcionářům možnost nadprůměrné návratnosti svých investic. Navíc kvalitní a zkušený management podle nás výrazně snižuje riziko spojené s investicí do akcí firmy.

Pokusili jsme se srovnat HARDWARIO s firmami z IoT sektoru obchodovanými v zahraničí, podívali jsme se na dostupné privátní transakce z oboru u neveřejně obchodovaných společností a snažili jsme se ocenit firmu také na bázi diskontovaných volných finančních toků vycházejících z finančního výhledu firmy.

Model nám naznačuje férovou hodnotu firmy ke konci roku 2022 ve výši Kč 287 mil po vstupu na burzu Start (tj. na bázi post-money equity) a za předpokladu, že se společnost přiblíží očekávaným tržbám a zisku v následujících letech.

Akcie HARDWARIO by se na této ceně obchodovaly v nejbližších letech stále za relativně vysoké násobky zisku, což je ale v souladu s vysoce naceněným IoT sektorem. To však znamená, že dynamický růst firmy a vysoká ziskovost musí pokračovat i po roce 2026. Zároveň je ale ocenění postaveno na předpokladu, že se akcie HARDWARIO budou po roce 2025 obchodovat s diskontem ve srovnání s americkými společnostmi:

VALUACE		2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tržní kapitalizace	USD mil	...	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
Enterprise Value (EV)	USD mil	...	9.77	10.2	10.8	11.4	11.8
Počet akcií	mil	10.0	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
Cena akcie/certifikátu	CZK	...	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
EV/EBITDA		...	48.0	22.7	14.0	8.77	5.21
Cena akcie / zisk na akcii (P/E)		...	976	125	41.0	18.5	8.60
Cena akcie / Provozní cash flow na akcii (P/CE)		...	71.8	35.6	20.2	11.8	6.74
Cena akcie / Volné cash flow na akcii		...	-27.9	42.0	25.4	20.4	17.7
Cena akcie / Účetní hodnota na akcii (P/BV)		...	3.52	3.42	3.16	2.70	2.05
Dividendový výnos	%	...	0	0	0	0	0
Výnos volného cash flow	%	...	-3.59	2.38	3.94	4.91	5.66
Zisk na akcii (EPS)	CZK	0.301	0.020	0.160	0.488	1.08	2.33
Účetní hodnota na akcii	CZK	1.19	5.68	5.84	6.33	7.41	9.74
Dividenda na akcii	CZK	0	0	0	0	0	0
EV/Sales		...	11.5	4.47	2.75	1.81	1.26
EV/EBIT		...	187	47.6	22.5	12.1	6.24

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Klíčovými parametry určující budoucí hodnotu firmy bude podle nás:

- ✓ Schopnost managementu získat relativně velký objem nových zakázek, tzn. úspěšnost zvoleného business modelu na základě celosvětové partnerské spolupráce
- ✓ Rychlost akceptace technologie IoT na trhu a její dynamický rozvoj
- ✓ Úspěch společnosti v získání nového kapitálu pro zrychlení svého dalšího rozvoje

#### 4.1 Komparativní analýza

Srovnání HARDWARIA s obdobnými firmami na trhu je velmi obtížné. Žádná podobná firma se v regionu střední a východní Evropy na akciových trzích neobchoduje, většina konkurentů jsou malé privátní společnosti (např. český SimpleCell) popřípadě se jedná o relativně malou součást větších firem, či mobilních operátorů.

Nejvhodnější kandidáti pro naše účely se tak bohužel jeví výrazně větší americké a evropské firmy obchodované na zahraničních burzách, které jsme "obohatili" i o dva čínské konkurenty prodávající své produkty i v Česku.

Rychlý pohled na tuto skupinu firem nám naznačuje následující trendy, které můžeme s jistotou dávkou opatrnosti aplikovat i na akcie HARDWARIA:

- ✓ **Rychlý růst** – ať už historicky či ve výhledech, v tržbách i zisku
- ✓ **Nadprůměrnou ziskovost** – s EBITDA marží nad 20% a dvouciferným očekávaným růstem zisku
- ✓ **Prémiovou valuaci** – s EV/EBITDA nad 20x a EV/Sales okolo 3.0x

Jakkoliv se mohou firmy v našem vzorku lišit svým zaměřením, velikostí, případně mohou vystupovat i jako dodavatel HARDWARIA (např. Nordic Semiconductor), většina ukazatelů skupiny naznačují, že se jedná o velmi růstový a ziskový sektor s pozitivním výhledem a prémiovým ohodnocením.

## Růst

Tržby 16 sledovaných firem ze sektoru IoT vzrostly ze USD 17.6 mld v roce 2014 až na USD 45 mld v roce 2021. Průměrné tempo růstu výrazně zpomalilo z 20% ročně mezi roky 2014–2018 a 2019–2021 (na 6.3% ročně, částečně díky pandemii Covidu-19), nicméně trh očekává zvýšení růstu do roku 2026 na 8% ročně:

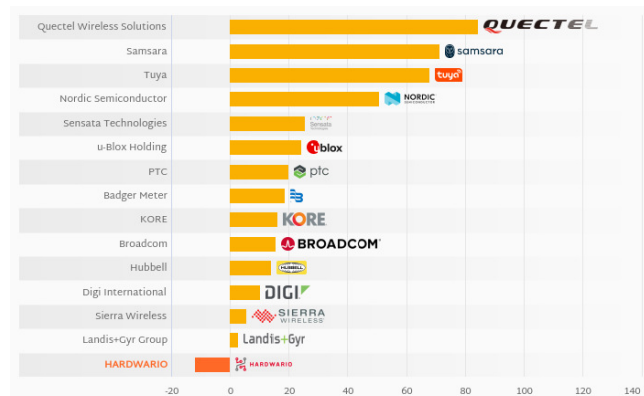
TRŽBY		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Itron	USD mil	2,502	2,173	1,982	1,916	2,149	2,250	2,413
PTC	USD mil	1,277	1,531	1,836	1,979	2,231	2,475	2,566
CalAmp	USD mil	363	304	309	274	304	296	310
Sierra Wireless	USD mil	547	449	473	691	721	775	833
Digi International	USD mil	254	290	320	398	430	462	497
u-Blox Holding	CHF mil	385	334	414	545	586	621	665
Broadcom	USD mil	22,666	24,685	28,501	33,934	35,163	35,889	38,448
Sensata Technologies	USD mil	3,451	3,046	3,821	4,010	4,241	4,553	4,940
Nordic Semiconductor	USD mil	288	405	611	809	1,024	1,288	1,608
Quectel Wireless Solutions	CNY mil	4,130	6,106	11,262	16,419	22,652	30,184	35,557
Badger Meter	USD mil	425	426	505	549	577	608	626
Hubbell	USD mil	4,591	3,683	4,194	4,845	5,038	5,253	5,464
Landis+Gyr Group	USD mil	1,737	1,409	1,449	1,545	1,697	1,808	1,950
KORE	USD mil	169	214	248	266	287	330	337
Tuya	USD mil	106	180	302	300	377	454	452
Samsara	USD mil	120	250	428	613	793	1,024	1,277
Hardwario	CZK mil	16.5	20.0	17.6	20.9	56.2	96.5	155

Zdroj: Bloomberg, Hardwario, Helgi Library

U "menších" firem s tržbami pod miliardu dolarů očekávají analytici podle Bloombergu zrychlení dynamiky růstu tržeb z 5.0% v letech 2018–2021 až na 13% do roku 2026. Firmy jako jsou například Samsara Technologies, Nordic Semiconductors, či čínské Tuya a Quectel Wireless Solutions by měly generovat růst tržeb převyšující 20% ročně:

## Firmy podle nárůstu tržeb

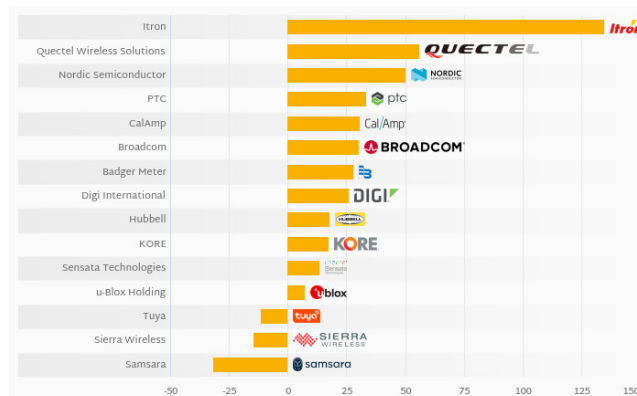
Růst tržeb (%), 2021



Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Helgi Library

## Firmy podle EV/EBITDA

2021



Zdroj: Firemní data, Bloomberg, Helgi Library

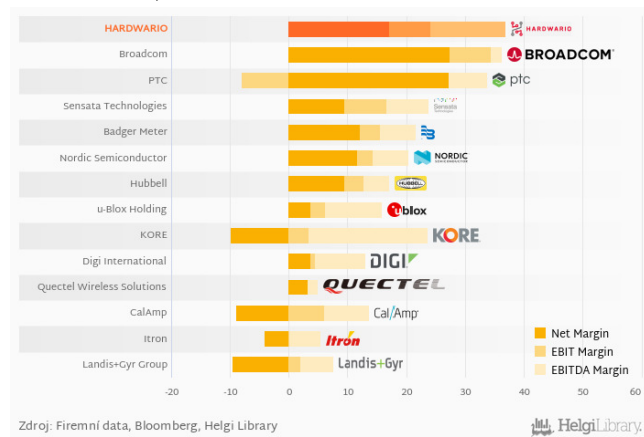
I když některé firmy v našem vzorku vyloženě "pálí" hotovost, aby dosáhly ambiciózního růstu (Samsara či Tuya), většina firem je velmi zisková a trh předpokládá výrazný růst jejich zisku v následujících letech. Průměr našeho vzorku naznačuje nárůst provozního zisku EBITDA o 13.5% ročně v následujících letech a to po výrazném růstu zaznamenaném v posledních třech letech (18% v období 2018–2021) a 23% růstu v letech 2014–2018:

## Ziskovost

Výše prezentovaný růst sektoru a především výrazný očekávaný růst zisku v následujících letech je obzvláště zajímavý pokud vezmeme v potaz již tak vysokou úroveň marží sektoru. V posledních dvou letech přesahovala průměrná EBITDA marže našeho vzorku 30% a i v následujících letech by měla převyšovat 20%:

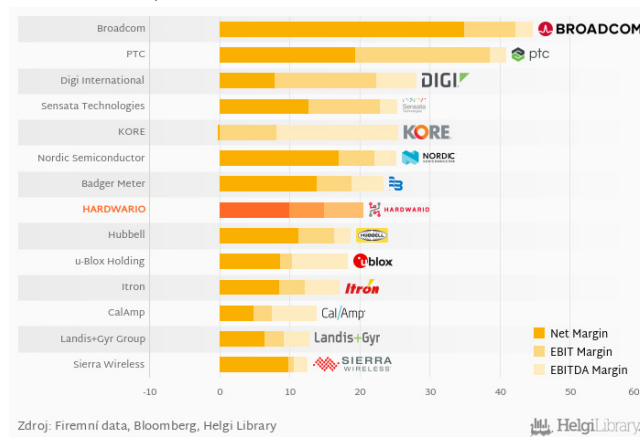
### Firmy podle EBITDA marže (2021)

EBITDA marže (%), 2021



### Firmy podle EBITDA marže (2025)

EBITDA marže (%), 2025



## Prémiová valuace

Kombinace zajímavého růstu (jak na úrovni tržeb tak i zisku) a vysoké ziskovosti (historické i budoucí) se odráží ve vysokém ocenění firem na akciových trzích. Na konci roku 2021 se náš vzorek firem obchodoval za více než 5x násobek tržeb a 25x násobek provozního zisku EBITDA.

EV / SALES	ZEMĚ	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Itron	USA	1.7	2.2	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
PTC	USA	7.7	9.6	8.6	7.7	6.8	6.1	5.9
CalAmp	USA	1.2	1.5	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2
Sierra Wireless	USA	0.6	1.0	1.4	1.7	1.6	1.5	1.4
Digi International	USA	2.3	1.8	3.4	3.7	3.3	3.0	2.7
u-Blox Holding	Švýcarsko	1.8	1.5	1.2	1.7	1.6	1.6	1.5
Broadcom	USA	7.6	8.8	11.0	7.2	6.9	6.6	5.9
Sensata Technologies	USA	3.3	3.4	3.3	2.2	2.0	1.8	1.6
Nordic Semiconductor	Norsko	3.6	7.2	10.2	3.8	2.9	2.3	1.8
Quectel Wireless Solutions	Čína	2.6	3.5	2.7	1.8	1.3	1.0	0.8
Badger Meter	USA	4.4	6.3	6.0	5.0	4.8	4.5	4.4
Hubbell	USA	2.1	2.7	3.0	2.6	2.5	2.4	2.3
Landis+Gyr Group	USA	1.8	1.7	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0
KORE	USA	2.6	2.4	2.4	2.0	1.9	1.6	1.6
Tuya	Čína	...	71.0	6.7	-0.5	-0.1	0.1	0.1
Samsara	USA	...	...	23.5	5.6	4.5	3.5	2.9
Hardwario	Czechia	...	...	...	11.5	4.5	2.7	1.8
<b>TOTAL/AVERAGE</b>		<b>3.1</b>	<b>3.8</b>	<b>5.4</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>

Zdroj: Bloomberg, Hardwario, Helgi Library

I při současném poklesu cen akcií se stále pohybujeme na úrovni převyšující 3x tržby a 20x zisk EBITDA očekávaných v roce 2022:

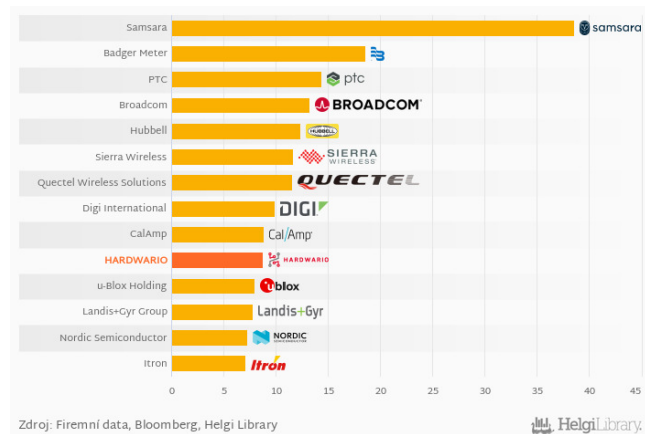
EV / EBITDA	ZEMĚ	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Itron	USA	16.0	43.0	134.6	26.9	14.0	10.5	7.1
PTC	USA	66.5	37.9	33.4	22.2	16.8	15.4	14.4
CalAmp	USA	13.4	37.3	30.7	43.9	10.4	9.7	9.0
Sierra Wireless	USA	-15.6	-9.1	-14.4	18.1	16.0	14.0	13.0
Digi International	USA	31.5	15.3	25.9	21.4	14.5	12.0	10.0
u-Blox Holding	Švýcarsko	13.4	-12.6	7.4	10.0	9.7	9.4	8.0
Broadcom	USA	41.1	38.0	30.5	16.7	15.6	14.1	13.3
Sensata Technologies	USA	13.5	17.2	13.7	9.9	8.7	7.5	6.4
Nordic Semiconductor	Norsko	31.9	38.2	50.2	14.9	12.3	9.4	7.3
Quectel Wireless Solutions	Čína	53.0	98.1	56.1	34.1	23.8	17.0	11.5
Badger Meter	USA	20.8	28.8	27.8	24.0	22.5	21.0	18.6
Hubbell	USA	12.2	14.8	17.6	15.6	14.6	13.3	12.4
Landis+Gyr Group	USA	12.4	-33.3	-74.2	15.2	10.5	8.4	7.5
KORE	USA	...	12.0	17.5	8.6	8.0	5.9	6.2
Tuya	Čína	...	-187.2	-11.3	0.8	0.2	-0.3	-0.6
Samsara	USA	...	...	-31.5	-33.6	-57.4	-82.6	38.6
Hardwario	Czechia	...	...	...	48.0	22.7	14.0	8.8
<b>TOTAL/AVERAGE</b>		<b>23.9</b>	<b>23.3</b>	<b>25.5</b>	<b>20.1</b>	<b>14.1</b>	<b>12.0</b>	<b>10.3</b>

Zdroj: Bloomberg, Hardwario, Helgi Library

Pozitivní očekávání růstu tržeb a zisku by se pak měla odrazit v rychlém poklesu násobků tržeb a zisku do roku 2025 až na úroveň 2.4x tržeb a 10x zisku EBITDA:

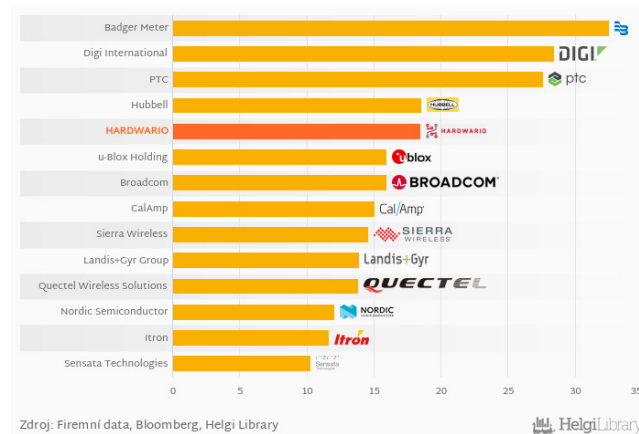
#### Firmy podle EV/EBITDA (2025)

2025



#### Firmy podle Price/Earnings (2025)

2025



Více detailů a srovnání vybraných firem najdete dále v textu, nicméně pro zajímavost přikládáme níže ještě detailnější příklady a ukazatele dvou firem z oboru, americké Samsara a čínské Tuya.

## Samsara Inc.

Samsara je americká společnost založena v roce 2015 v Kalifornii. Samsara vyvíjí a vyrábí přístroje pro sledování vozidel a jiných zařízení. Firmu založili Sanjit Biswas a John Bicket (dříve zakladatelé Meraki, kterou koupilo Cisco Systems) s cílem digitalizace firemních operací. Firma zatím prodala více než jeden milión IoT zařízení po celém světě, má zhruba 13,000 zákazníků a v roce 2021 dosáhla tržeb USD 428 mil. Její ztráta nicméně dosáhla USD 355 mil a trh očekává první zisk firmy až okolo roku 2025. Samsara vstoupila na konci roku 2021 na burzu, získala více než USD 800 mil nového kapitálu a její akcie se obchodují za více než 5x tržeb a účetní hodnoty:

### SAMSARA inc.

VÝSLEDOVKA	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽBY	250	428	613	793	1,024	1,277
EBITDA	-175	-320	-102	-61.5	-43.9	96.6
EBIT	-209	-354	-110	-87.8	-62.0	86.8
FINANČNÍ NÁKLADY	0.6	0.0	-1.6	0.7	-0.9	0.8
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	-210	-354	-109	-88.5	-61.1	86.0
ČISTÝ ZISK	-210	-355	-293	-255	-204	-155
UKAZATELE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	-68.4%	-50.5%	-29.6%	-29.6%	-32.3%	-34.2%
ROCE	-51.3%	...	...	...	...	...
EBITDA MARŽE	-70.1%	-74.6%	-16.6%	-7.8%	-4.3%	7.6%
EBIT MARŽE	-83.8%	-82.6%	-18.0%	-11.1%	-6.1%	6.8%
ČISTÁ MARŽE	-84.1%	-82.9%	-47.7%	-32.1%	-19.9%	-12.1%
ČISTÝ DLUH / EBITDA	1.3	2.4	6.9	9.7	11.4	-4.1
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	-54.4%	-78.5%	-70.7%	-81.6%	-94.2%	-106.4%
NÁKLADY NA DLUH	0.4%	0.0%	-1.1%	0.5%	-0.6%	0.6%

Zdroj: Bloomberg, Helgi Library, \*Ukazatele vypočteny na ceně USD 14.9 za akcii pro 2022-2025, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTIVA	USD mil	887	1,568	1,568	1,497	1,426	1,358
FIXNÍ AKTIVA	USD mil	190.8	171.2	171.2	176.3	181.6	187.1
OBĚŽNÁ AKTIVA	USD mil	491.2	1,100.2	1,100.2	1,014.8	930.2	846.4
PRACOVNÍ KAPITÁL	USD mil	36.5	60.3	28.5	30.6	32.8	35.2
VLASTNÍ JMĚNÍ	USD mil	416.3	988.9	988.9	734.2	530.3	375.3
ČISTÝ DLUH	USD mil	-226.6	-776.3	-699.4	-599.4	-499.4	-399.4
VALUACE*		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	...	10,847	4,130	4,130	4,130	4,130
ENTERPRICE VALUE	USD mil	...	10,071	3,430	3,530	3,630	3,730
POČET AKCIÍ	mil	...	439.2	277.5	277.5	277.5	277.5
CENA AKCIE	USD	...	24.7	14.9	14.9	14.9	14.9
EV/EBITDA	...	...	-31.5	-33.6	-57.4	-82.6	38.6
EV/SALES	...	...	23.5	5.6	4.5	3.5	2.9
P/E	...	...	-30.6	-14.1	-16.2	-20.3	-26.6
P/BV	...	...	11.0	4.2	5.6	7.8	11.0

## Tuya Inc.

Tuya je čínská společnost založena v roce 2014 a obchodovaná na New Yorské burze. Firma se zaměřuje na vývoj cloudové platformy v oblasti internetu věcí (IoT). Společnost nabízí vyvíjí a vyrábí chytrá zařízení a služby, které umožňují konektivitu s jinými přístroji. Tuya zároveň nabízí cloudová řešení připojení a management dat. Firma nabízí přístroje pro chytré domácnosti, firmy, zdravotnictví, vzdělávání, zemědělství či sport.

### TUYA Inc.

VÝSLEDOVKA	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽBY	179.9	302.1	300.2	377.0	454.3	452.0
EBITDA	-68.2	-180.2	-176.0	-146.3	-109.7	-72.0
EBIT	-69.8	-183.6	-183.0	-157.3	-116.4	-80.0
FINANČNÍ NÁKLADY	-3.1	-8.6	-3.7	-21.7	-16.3	0.0
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	-66.7	-174.9	-179.3	-135.7	-100.1	-80.0
ČISTÝ ZISK	-66.9	-175.4	-185.5	-150.5	-132.0	-127.0
UKAZATELE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	-34.1%	-27.4%	-17.8%	-16.1%	-14.7%	-15.2%
ROCE	-168.1%	...	...	...	...	...
EBITDA MARŽE	-37.9%	-59.7%	-58.6%	-38.8%	-24.1%	-15.9%
EBIT MARŽE	-38.8%	-60.8%	-61.0%	-41.7%	-25.6%	-17.7%
ČISTÁ MARŽE	-37.2%	-58.1%	-61.8%	-39.9%	-29.1%	-28.1%
ČISTÝ DLUH / EBITDA	2.5	5.8	5.2	5.5	6.8	10.1
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	-99.3%	-93.8%	-93.5%	-89.4%	-82.6%	-94.9%
NÁKLADY NA DLUH	-29.9%	-51.1%	-13.7%	-59.0%	-34.9%	0.0%

Zdroj: Bloomberg, Helgi Library, \*Ukazatele vypočteny na ceně USD 1.38 za akcii pro 2021-2025, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTIVA	USD mil	267.3	1,248.2	1,107.4	1,017.1	977.4	988.2
FIXNÍ AKTIVA	USD mil	16.6	29.0	29.9	30.8	31.7	32.6
OBĚŽNÁ AKTIVA	USD mil	248.0	1,191.3	1,048.8	956.8	915.2	924.2
PRACOVNÍ KAPITÁL	USD mil	31.4	83.1	88.5	94.2	100.4	106.9
VLASTNÍ JMĚNÍ	USD mil	169.0	1,113.7	973.9	894.8	896.7	769.7
ČISTÝ DLUH	USD mil	-167.8	-1,044.3	-910.4	-800.4	-740.4	-730.4
VALUACE*		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	1,913	480	122	122	122	122
ENTERPRICE VALUE	USD mil	1,888	316	-21	-4	5	7
POČET AKCIÍ	USD	500.1	489.1	561.3	561.3	561.3	561.3
CENA AKCIE		25.0	6.3	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA		-187.2	-11.3	0.8	0.2	-0.3	-0.6
EV/SALES		71.0	6.7	-0.5	-0.1	0.1	0.1
P/E		-186.9	-17.4	-4.2	-5.1	-5.9	-6.1
P/BV		74.0	2.7	0.8	0.9	0.9	1.0



## 4.2 Transakce na privátním trhu

Podle informací společnosti Mergermarket sledující celosvětově akvizice veřejně obchodovaných i privátních společností se v posledních pěti letech uskutečnilo v sektoru IoT více než 180 M&A transakcí v celkové odhadované hodnotě EUR 15–20 mld a mediánové hodnotě okolo EUR 50 mil.

Firmy se prodávaly v průměru za 25x násobek provozního zisku EBITDA a 3.9x násobku tržeb, tedy s výraznou premií nad násobky trhu:

### MERGERMARKET - SHRNUÍ TRANSAKČÍ

		EXIT VALUAČNÍ NÁSOBKY		
Počet transakcí	283	Revenue	EBITDA	Earnings
Transakce bez udané valuace	139	Průměr	12.0	84.7
Transakce se zveřejněnou valuací	144	Medián	2.5	20.5
Celková tržní hodnota transakcí	EUR 44.9 mld.	Upr. průměr	9.6	25.8
				89.4

Zdroj: Mergermarket, Helgi Library, Data za 41 transakcí

## 4.3 Diskontované cash flow

Valuační model diskontovaných volných finančních toků (tzv. discounted free cash flow model) nám naznačuje tržní hodnotu společnosti před navýšením kapitálu okolo Kč 230 mil, tedy okolo Kč 287 mil za předpokladu navýšení kapitálu za Kč 20 na akcii. Model je ale velmi citlivý na použité parametry a generuje relativně široké cenové rozpětí. Je to dáno tím, že prakticky celá hodnota firmy z pohledu volných finančních toků by měla být teprve "vytvořena" po roce 2025 (a stále ještě téměř 60% až po roce 2030). Hlavním důvodem je, že tržby a ziskovost společnosti by měly velmi rychle růst a v následujících 2–3 letech by většina volného cash flow měla být reinvestována.

Dalším důvodem je relativně vysoké riziko celého projektu, které by mělo být zobrazeno ve valuaci společnosti. Používáme tedy náklady na vlastní kapitál ve výši 15%, abychom zahrnuli do modelu riziko, že se managementu nepodaří získat plánovaný objem nových zakázek v takové výši, jak si představuje.

Jakkoliv se růstový potenciál firmy zdá být obrovský, je nutné také připomenout další rizika vztahující se k investování do společnosti a to zejména riziko nízké likvidity spojené s akciemi firmy. HARDWARIO je relativně malá společnost a velikost freefloatu bude v absolutním vyjádření nízké, proto nákup akcií společnosti by měl být brán jako dlouhodobá investice.

Jak už jsme zmínili, HARDWARIO je relativně mladá a potenciálně rychle rostoucí firma. Její valuační model je tak z definice věci velmi citlivý na parametry, které se použijí pro výpočet cílové hodnoty, ať už se jedná o odhadovanou výši a růst zisku (volných finančních toků), či rizikovou sazbu.

Změna výhledu růstu či diskontní sazby o 1% pro období po 2026 nám například v našem případě změni hodnotu firmy o Kč 10–20 mil. Díky své citlivosti však můžeme

model DCF dobře využít pro modulaci potenciálních změn, abychom viděli změnu hodnoty firmy, když například upravíme strukturu financování, tedy navýšíme dluh oproti pracovnímu kapitálu. Základní parametry, které vstupují do našeho valuačního modelu jsou následující:

- ✓ HARDWARIO začne generovat pozitivní volné cash flow již od příštího roku (2023). Firma by měla podle našeho modelu vytvořit téměř Kč 17 mil volného kapitálu v roce 2025 a zhruba Kč 47 mil v roce 2030.
- ✓ Průměrný náklad na vlastní kapitál ve výši 15% a 6.3% roční úrok pro cizí dluh do roku 2025 (s poklesem na 5.0% poté).
- ✓ Prakticky nulové zadlužení do roku 2026 za předpokladu absence dividend.

Valuační model s výše uvedenými parametry naznačuje cílovou cenu za 100% akcií firmy ve výši Kč 287 mil na bázi post-money equity za předpokladu vydání 2.87 mil nových akcií ve výši Kč 20.0 na akcii:

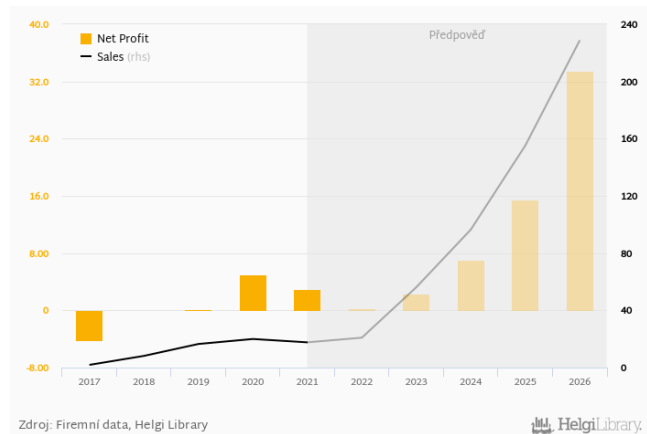
MODEL DISKONTOVANÉHO CASH FLOW		2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2020-2025	2026-2030	>2035
CASH FLOW													
TRŽBY	CZK	21	56	96	155	229	330	457	613	805	366.4	2,434	...
PROVOZNÍ ZISK EBIT	CZK	1.3	5.3	11.8	23.1	46.1	78.5	121.2	177.3	230.5	51.7	653.7	...
- Daň z příjmu	CZK	-0.1	-0.7	-1.9	-4.1	-8.6	-14.9	-23.0	-33.7	-43.8	-6.8	-123.9	...
+ Odpisy	CZK	3.7	5.8	7.2	8.9	9.2	10.4	13.8	11.6	16.3	29.5	61.2	...
+/- Změna pracovního kapitálu	CZK	-4.4	4.5	4.5	-1.4	-16.6	-37.0	-51.7	-71.7	-112.7	3.5	-289.7	...
- Kapitálové výdaje	CZK	-9.9	-6.2	-8.1	-9.9	-9.8	-12.0	-29.5	-45.5	-43.7	-43.2	-140.5	...
VOLNÉ PENĚŽNÍ TOKY	CZK	-9.4	8.6	13.4	16.6	20.4	25.1	30.8	37.9	46.7	34.7	160.9	388.8
NÁKLADY NA KAPITÁL	%	13.6%	13.5%	11.9%	10.9%	10.9%	14.8%	14.9%	15.0%	15.0%	12.5%	14.1%	15.0%
Náklady na vlastní kapitál		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Náklady na dluh		4.6%	9.5%	6.2%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	6.3%	5.0%	4.0%
Vlastní jmění (jako % aktiv)		86.3%	72.1%	64.9%	60.1%	59.3%	98.3%	99.2%	99.6%	100.0%	70.9%	91.3%	100.0%
Růst		-312.7%	-191.0%	56.9%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	70.7%	23.0%	3.00%
Kumulativní diskontní faktor		100.0%	88.1%	78.8%	71.0%	64.0%	55.7%	48.5%	42.2%	36.7%	...	...	36.7%
Diskontované volné peněžní toky	CZK	-9.4	7.5	10.6	11.8	13.0	14.0	15.0	16.0	17.1	20.5	75.1	142.6
Kumulované diskontované volné peněžní toky	CZK	-9.4	-1.9	8.7	20.5	33.5	47.5	62.5	78.5	95.6	...	...	238.2
ENTERPRISE VALUE (2022)	CZK	238.2											
ČISTÝ DLUH (2022P)	CZK	-48.0											
100% hodnota společnosti	CZK	286.2											
Hodnota na akcii	CZK	19.9											

Zdroj: HARDWARIO, Helgi Library

## 5 HARDWARIO v obrazech

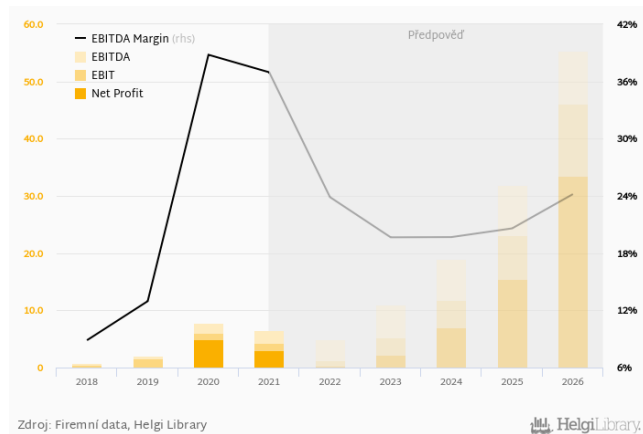
### Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (CZK mil)



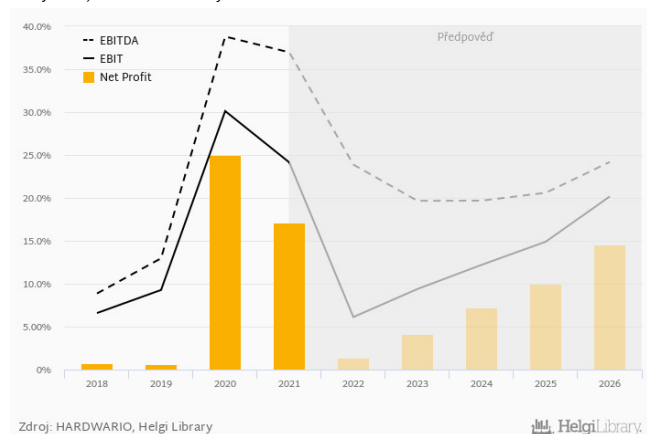
### Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (CZK mil)



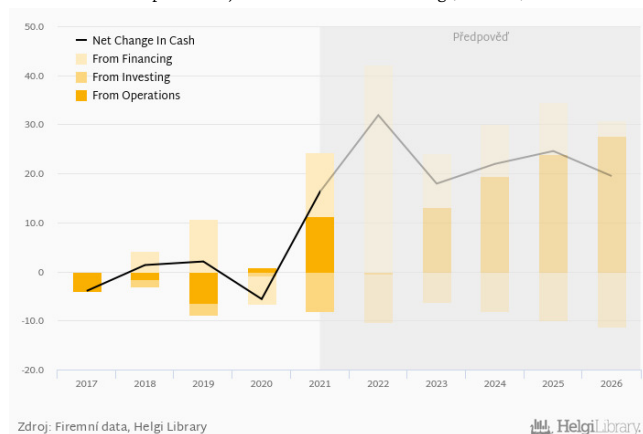
### Ziskové marže

Čistý zisk, EBIT & EBITDA jako % tržeb



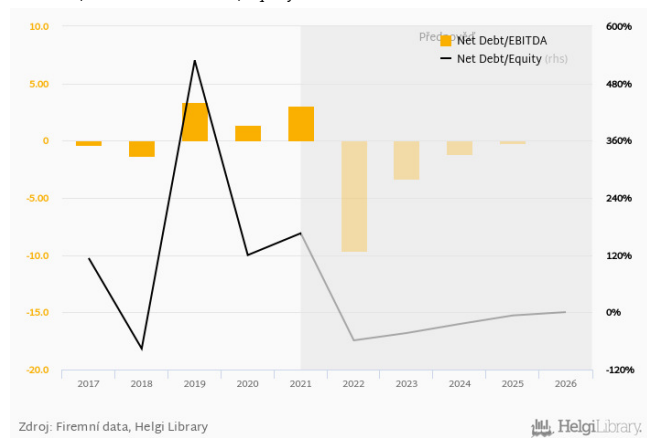
### Cash Flow

Total Cash from Operations, Investment and Financing (CZK mil)



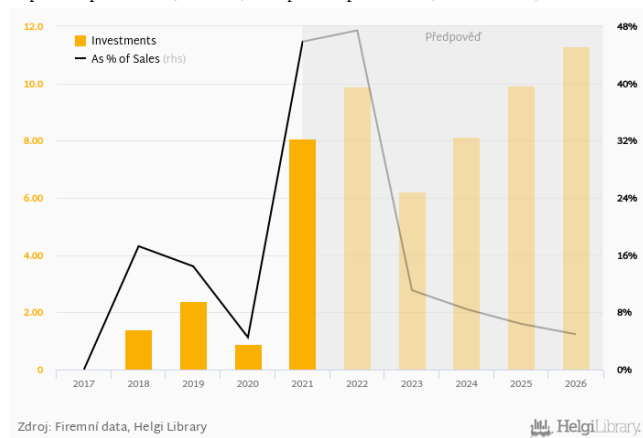
### Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



### Investiční výdaje

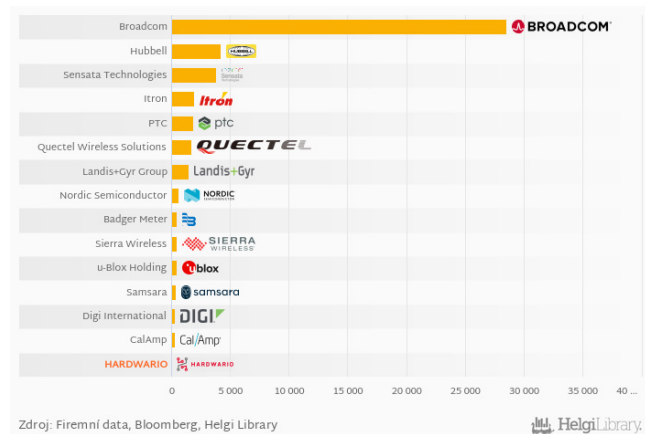
Capital Expenditure (CZK mil) & Capital Expenditure (as % of Sales)



## 6 HARDWARIO v mezinárodním srovnání – 2021

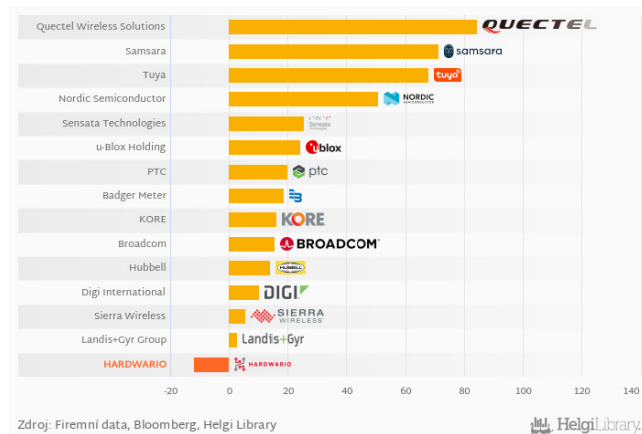
### Největší firmy podle tržeb

USD mil, 2021



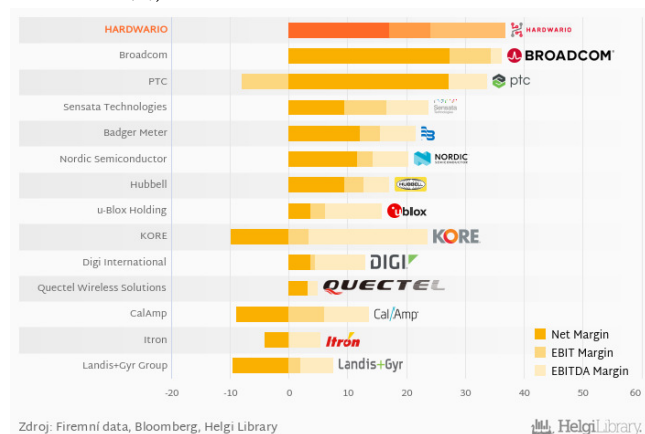
### Firmy podle nárůstu tržeb

Růst tržeb (%), 2021



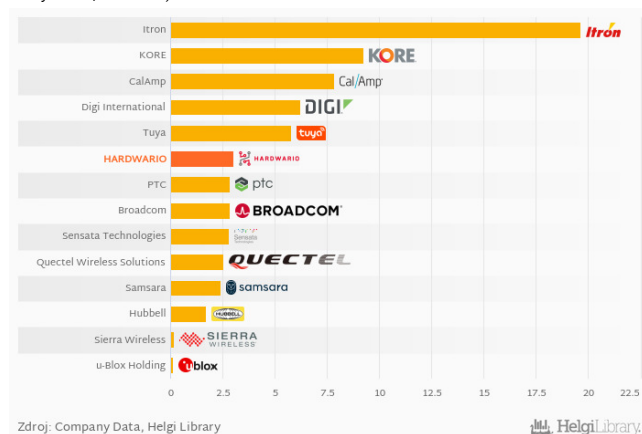
### Firmy podle EBITDA marže (2021)

EBITDA marže (%), 2021



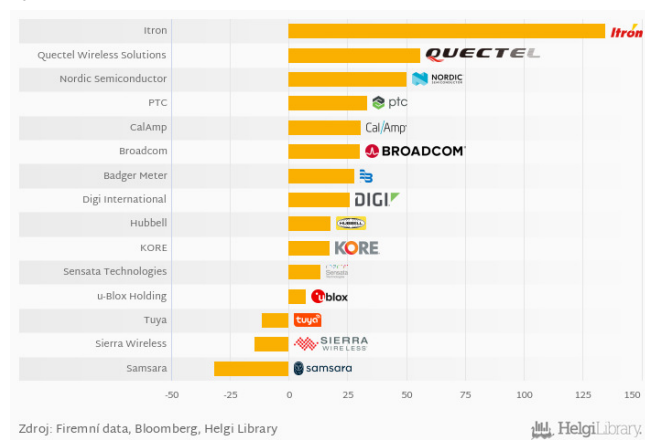
### Firmy podle největšího zadlužení k EBITDA

Čistý dluh / EBITDA, 2021



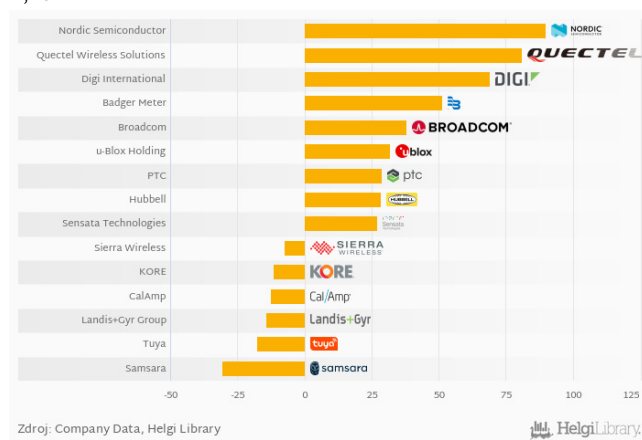
### Firmy podle EV/EBITDA

2021



### Firmy podle Price/Earnings

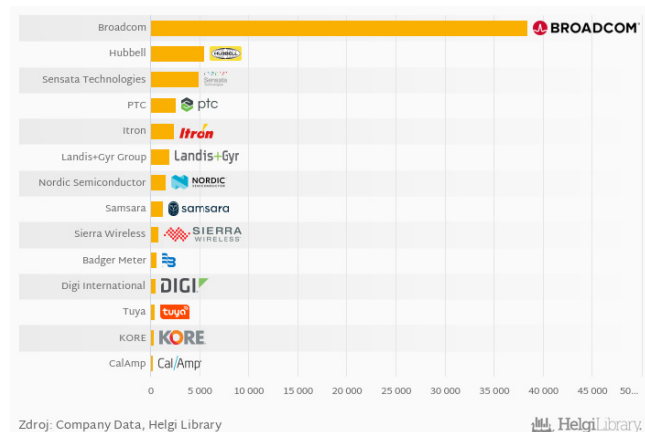
%, 2021



## 7 HARDWARIO v mezinárodním srovnání – 2025

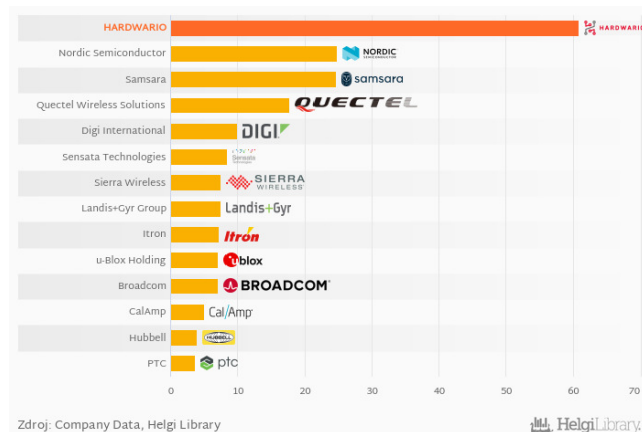
### Největší firmy podle tržeb

USD mil, 2025



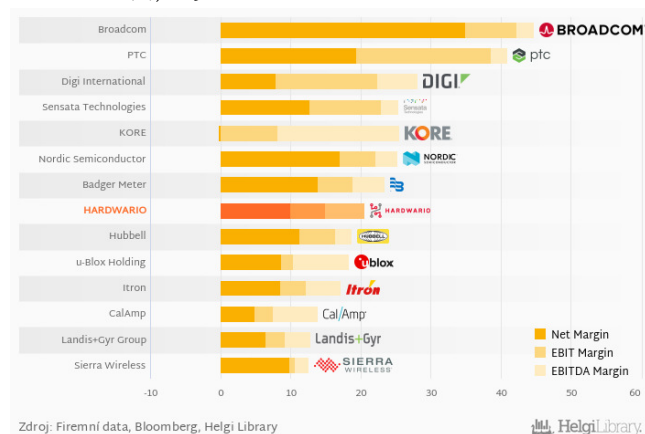
### Firmy podle největšího nárůstu tržeb

Růst tržeb (%), 2025



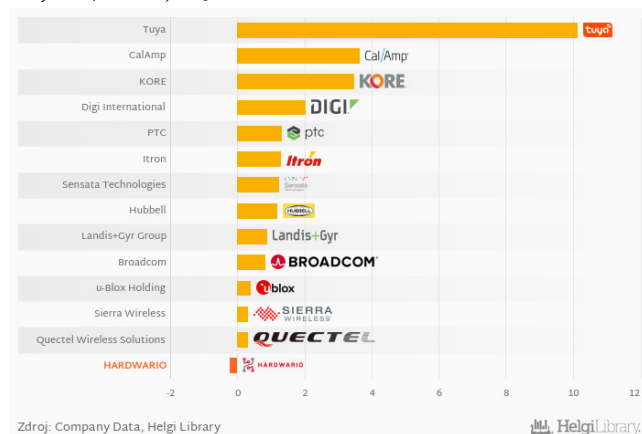
### Firmy podle EBITDA marže (2025)

EBITDA marže (%), 2025



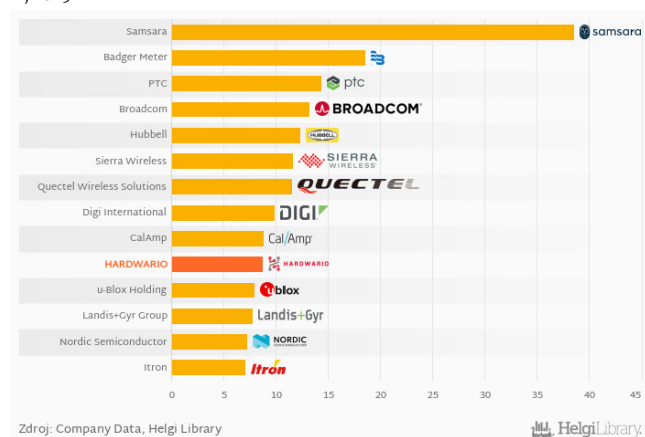
### Firmy podle největšího zadlužení k EBITDA

Čistý dluh / EBITDA, 2025



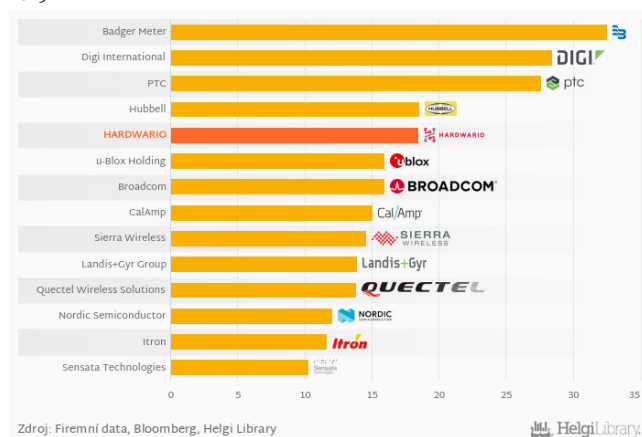
### Největší firmy podle EV/EBITDA

%, 2025



### Firmy podle Price/Earnings (2025)

2025



## 8 HARDWARIO v číslech

### Výkaz zisku a ztrát

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tržby	CZK mil	16.5	20.0	17.6	20.9	56.2	96.5	155	229
Náklady na prodej zboží	CZK mil	15.4	13.4	13.6	15.4	35.9	58.2	100	148
Hrubý zisk	CZK mil	1.13	6.57	4.07	5.45	20.3	38.2	55.0	80.8
Personální náklady	CZK mil	3.81	2.72	2.69	5.46	11.7	19.2	23.0	25.5
EBITDA	CZK mil	2.14	7.75	6.52	4.99	11.0	19.0	32.0	55.3
Odpisy	CZK mil	0.608	1.73	2.26	3.71	5.77	7.22	8.85	9.19
Provozní zisk (EBIT)	CZK mil	1.53	6.02	4.25	1.28	5.27	11.8	23.1	46.1
Finanční výsledek	CZK mil	1.42	1.02	1.24	0.915	2.43	3.12	3.93	4.87
Finanční náklady	CZK mil	1.14	1.13	1.13	0.832	2.15	2.54	2.85	3.03
Finanční příjmy	CZK mil	0.044	0.591	0.077	0.125	0.281	0.386	0.466	0.458
Mimořádné náklady / (výnosy)	CZK mil	< -0.001	0	0.001	0	-0.656	-0.901	-1.27	-1.89
Zisk před zdaněním	CZK mil	0.108	5.00	3.01	0.363	3.50	9.55	20.4	43.2
Daň ze zisku	CZK mil	0	0	0	0.069	0.665	1.82	3.89	8.20
Minoritní podíly	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Zisk po zdanění	CZK mil	0.108	5.00	3.01	0.294	2.30	7.01	15.5	33.4
Zisk po zdanění připadající akcionářům	CZK mil	0.108	5.00	3.01	0.294	2.30	7.01	15.5	33.4
Dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

### Tempo růstu

TEMPO RŮSTU		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Růst tržeb	%	102	21.1	-11.8	18.6	169	71.7	60.9	47.4
Růst personálních nákladů	%	54.7	-28.5	-1.14	103	115	64.3	19.7	10.5
Růst provozního zisku EBITDA	%	196	263	-15.9	-23.4	121	71.9	68.3	73.1
Růst provozního zisku EBIT	%	185	293	-29.3	-69.9	312	123	96.4	99.6
Růst zisku před zdaněním	%	68.8	4,528	-39.8	-87.9	863	173	114	111
Růst čistého zisku	%	68.8	4,528	-39.8	-90.2	683	204	122	115

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

### Ukazatele ziskovosti

UKAZATELE ZISKOVOSTI		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Rentabilita vlastního jmění (ROE)	%	8.21	96.8	28.8	0.629	2.78	8.01	15.7	27.1
Rentabilita aktiv (ROA)	%	0.813	24.9	9.34	0.411	2.01	4.88	8.60	14.1
Rentabilita celkového kapitálu (ROCE)	%	1.18	32.1	11.7	0.888	5.65	11.9	18.2	27.4
Hrubá marže	%	6.82	32.9	23.1	26.1	36.1	39.6	35.4	35.3
EBITDA marže	%	13.0	38.8	37.0	23.9	19.7	19.7	20.6	24.2
EBIT marže	%	9.28	30.1	24.1	6.12	9.39	12.2	14.9	20.2
Čistá marže	%	0.655	25.0	17.1	1.41	4.10	7.26	10.0	14.6
Výplatní poměr	%	0	0	0	0	0	0	0	0
Cost of Financing	%	19.6	10.2	6.57	4.62	9.46	6.22	4.76	3.65
Net Debt/EBITDA		3.39	1.39	3.04	-9.62	-3.29	-1.17	-0.216	0.012

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

## Rozvaha

ROZVAHA		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Finanční majetek	CZK mil	3.58	0.421	3.24	60.9	68.8	71.3	77.5	95.2
Pohledávky	CZK mil	5.27	8.51	17.1	6.76	12.7	19.2	26.6	36.0
Zásoby	CZK mil	3.73	8.47	13.4	17.5	31.6	51.5	80.8	119
Ostatní oběžný majetek	CZK mil	0	0	0.001	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	CZK mil	12.6	17.4	33.7	85.1	113	142	185	250
Hmotná aktiva	CZK mil	0.083	0.063	0.026	7.55	8.28	9.34	10.5	11.2
Dlouhodobý finanční majetek	CZK mil	0.003	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013
Nehmotná aktiva	CZK mil	3.39	2.69	8.57	7.24	6.97	6.84	6.79	8.19
Goodwill	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Fixní aktiva	CZK mil	3.48	2.76	8.60	14.8	15.3	16.2	17.3	19.4
Aktiva celkem	CZK mil	18.5	21.6	42.8	100	129	159	203	270
Závazky dodavatelům	CZK mil	0.042	1.06	6.41	5.44	11.5	17.2	23.4	31.3
Krátkodobé úvěry	CZK mil	0.007	0.374	13.5	3.78	20.2	38.6	64.2	94.7
Ostatní oběžné závazky	CZK mil	6.30	0.429	1.40	0.315	0.785	1.30	2.04	2.95
Oběžné závazky	CZK mil	6.35	1.86	21.3	9.53	32.5	57.1	89.6	129
Dlouhodobé úvěry	CZK mil	10.8	10.8	9.51	9.16	12.3	10.6	6.38	1.25
Ostatní dlouhodobé závazky	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	CZK mil	10.8	10.8	9.51	9.16	12.3	10.6	6.38	1.25
Závazky celkem	CZK mil	17.2	12.7	30.9	18.7	44.8	67.6	96.0	130
Preferred Equity and Hybrid Capital	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Share Capital	CZK mil	10.0	10.0	10.0	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
Treasury Stock	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Vlastní jmění před minoritními podíly	CZK mil	1.37	8.96	11.9	81.7	84.0	91.0	107	140
Minoritní podíly na vlastním jmění	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Vlastní jmění	CZK mil	1.37	8.96	11.9	81.7	84.0	91.0	107	140

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

## Tempo růstu

UKAZATELE Z ROZVAHY		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Celkový dluh	CZK mil	10.8	11.2	23.0	12.9	32.5	49.2	70.6	95.9
Čistý dluh (Celkový dluh - finanční majetek)	CZK mil	7.24	10.8	19.8	-48.0	-36.4	-22.1	-6.91	0.672
Pracovní kapitál	CZK mil	8.96	15.9	24.1	18.8	32.7	53.5	84.0	124
Celkový kapitál	CZK mil	12.4	18.7	32.7	33.6	48.0	69.7	101	143
Čistý dluh / Vlastní jmění	%	528	120	166	-58.8	-43.3	-24.3	-6.49	0.480
Běžná likvidita		1.98	9.35	1.58	8.93	3.48	2.49	2.06	1.94
Okamžitá likvidita		1.39	4.80	0.954	7.10	2.51	1.59	1.16	1.02

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

## Ukazatele z rozvahy

TEMPO RŮSTU		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Růst aktiv	%	130	16.8	97.8	134	28.3	23.2	27.7	33.4
Růst vlastního jmění	%	8.56	554	33.2	584	2.82	8.34	17.1	31.4
Růst čistého dluhu	%	-853	48.6	84.1	-342	-24.2	-39.1	-68.8	-110
Růst celkového dluhu	%	1,293	3.39	106	-43.9	151	51.4	43.6	35.9

Zdroj: Firemní data, Helgi Library



## Cash flow

CASH FLOW		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Čistý zisk	CZK mil	0.108	5.00	3.01	0.294	2.30	7.01	15.5	33.4
Odpisy	CZK mil	0.608	1.73	2.26	3.71	5.77	7.22	8.85	9.19
Nepeněžní změny provozního cash flow	CZK mil	< 0.001	-0.121	-0.020	< -0.001	0.531	0.730	1.03	1.53
Změna pracovního kapitálu	CZK mil	-7.10	-5.71	5.99	-4.40	4.46	4.51	-1.39	-16.6
Peněžní toky z provozní činnosti	CZK mil	-6.39	0.906	11.2	-0.399	13.1	19.5	24.0	27.6
Kapitálové investice	CZK mil	-2.38	-0.900	-8.08	-9.91	-6.23	-8.15	-9.91	-11.3
Other Investing Activities	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Peněžní toky z investiční činnosti	CZK mil	-2.38	-0.900	-8.08	-9.91	-6.23	-8.15	-9.91	-11.3
Vyplacené dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna kapitálu	CZK mil	0	0	0	53.4	0	0	0	0
Změna dlouhodobých a krátkodobých úvěrů	CZK mil	10.8	-5.63	13.1	-11.2	11.1	10.6	10.4	3.19
Peněžní toky z finanční činnosti	CZK mil	10.8	-5.63	13.1	42.2	11.1	10.6	10.4	3.19
Čistá změna peněžních prostředků	CZK mil	2.04	-5.63	16.3	31.9	17.9	21.9	24.6	19.5

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

## Ukazatele z cash flow

UKAZATELE Z CASH FLOW		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Doba obratu pohledávek	days	117	155	355	118	82.5	72.5	62.5	57.5
Doba obratu zásob	days	88.6	231	360	413	321	323	294	294
Doba obratu závazků	days	0.998	28.8	172	129	117	108	85.2	77.3
Doba obratu peněz	days	204	357	542	402	286	288	272	274
Provozní cash flow	CZK mil	0.716	6.73	5.27	4.00	8.08	14.2	24.4	42.6
Volné finanční cash flow	CZK mil	-8.77	0.006	3.16	-10.3	6.84	11.3	14.1	16.3
Kapitálové výdaje (jako % tržeb)	%	14.4	4.51	45.8	47.4	11.1	8.44	6.39	4.94

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

## Ostatní ukazatele

DALŠÍ UKAZATELE		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Počet zaměstnanců		9.00	5.00	3.29	6.07	11.8	17.7	19.2	19.3
Náklady na zaměstnance	USD per month	1,564	2,063	3,072	3,061	3,367	3,704	4,074	4,482
Náklady na zaměstnance (lokální měna)	CZK per month	35,259	45,400	68,182	75,000	82,500	90,750	99,825	109,808
Personální náklady (jako % tržeb)	%	23.1	13.6	15.3	26.1	20.8	19.9	14.8	11.1
Efektivní daňová sazba	%	0	0	0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Průměrný růst tržeb (5 let)	%	...	...	...	61.7	47.1	42.4	50.7	67.0

Zdroj: Firemní data, Helgi Library



## Valuace

VALUACE		2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tržní kapitalizace	USD mil	...	...	...	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
Enterprise Value (EV)	USD mil	...	...	...	9.77	10.2	10.8	11.4	11.8
Počet akcií	mil	10.0	10.0	10.0	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
Cena akcie/certifikátu	CZK	...	...	...	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
EV/EBITDA		...	...	...	48.0	22.7	14.0	8.77	5.21
Cena akcie / zisk na akcii (P/E)		...	...	...	976	125	41.0	18.5	8.60
Cena akcie / Provozní cash flow na akcii (P/CE)		...	...	...	71.8	35.6	20.2	11.8	6.74
Cena akcie / Volné cash flow na akcii		...	...	...	-27.9	42.0	25.4	20.4	17.7
Cena akcie / Účetní hodnota na akcii (P/BV)		...	...	...	3.52	3.42	3.16	2.70	2.05
Dividendový výnos	%	...	...	...	0	0	0	0	0
Výnos volného cash flow	%	...	...	...	-3.59	2.38	3.94	4.91	5.66
Zisk na akcii (EPS)	CZK	0.011	0.500	0.301	0.020	0.160	0.488	1.08	2.33
Provozní cash flow na akcii	CZK	0.072	0.673	0.527	0.279	0.562	0.990	1.70	2.97
Volné cash flow na akcii	CZK	-0.877	< 0.001	0.316	-0.717	0.476	0.788	0.982	1.13
Účetní hodnota na akcii	CZK	0.137	0.896	1.19	5.68	5.84	6.33	7.41	9.74
Dividenda na akcii	CZK	0	0	0	0	0	0	0	0
EV/Sales		...	...	...	11.5	4.47	2.75	1.81	1.26
EV/EBIT		...	...	...	187	47.6	22.5	12.1	6.24
EV/Free Cash Flow		...	...	...	-23.2	36.7	23.4	19.9	17.7
EV/Capital Employed		...	...	...	7.13	5.23	3.80	2.77	2.01
Růst zisku na akcii	%	68.8	4,528	-39.8	-93.2	683	204	122	115
Růst provozního cash flow na akcii	%	186	840	-21.7	-47.1	102	76.2	71.4	74.8
Růst účetní hodnoty na akcii	%	8.56	554	33.2	376	2.82	8.34	17.1	31.4

Zdroj: Firemní data, Helgi Library



## ABOUT HELGI LIBRARY

Helgi Library is a consulting company based in the Czech Republic. The company mainly provides consultancy in the area of financial services and real estate and focuses primarily on the region of Central and Eastern Europe.

Helgi Library also runs a web application called Helgi Library, which is a database/library offering data and analyses on more than 99% of the world's economy and population. The Library aims to bring interesting statistical data and analyses to a wide audience under affordable conditions. If you wish to get more details, please visit [www.helgilibrary.com](http://www.helgilibrary.com) or contact us at [info@helgilibrary.com](mailto:info@helgilibrary.com).

Helgi Library  
Eliášova 38  
160 00 Prague 6, Czech Republic  
[www.helgilibrary.com](http://www.helgilibrary.com)

© 2022, Helgi Library LTD. ALL RIGHTS RESERVED. All information contained herein is protected by Copyright Law and no such information may be copied or otherwise reproduced, in whole or in part, in any form or manner, by any Person or Company without Helgi Library's prior written consent.

## DISCLAIMER

The purpose of this document is to assist the recipient in deciding whether it wishes to proceed with a further investigation of the matters referred to herein. The information in this document, which does not purport to be comprehensive, is believed in good faith to originate from reliable sources, and the views and opinions expressed herein are based on reasonable analysis of source material in the possession of the provider(s) of the document at the time of provision of the document. While the document has been prepared in good faith, no representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is or will be made, and no responsibility or liability is or will be accepted in relation to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the document, or any information contained within it. All and any such responsibility and liability is expressly disclaimed. In particular, but without prejudice to the generality of the foregoing, no representation, warranty, assurance or undertaking is given as to the achievement or reasonableness of any future projections, estimates, prospects or returns contained or referred to in this document. The provider(s) of this document may change any opinion expressed herein without being under any obligation to inform the recipient or to provide to them a revised version. By accepting this document, the recipient agrees to be bound by the foregoing limitations, and acknowledges that it must at all times exercise its own skill and judgment in relation to any decision by it relating to the matters contained within this document. The information, opinions and views contained herein may have been provided to other clients prior to being disseminated herein. This document shall not exclude any liability for, or remedy in respect of, fraudulent misrepresentation.