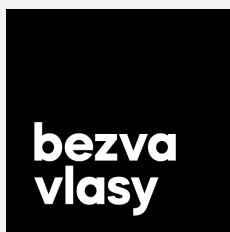


# ANALYTICKÁ ZPRÁVA 2023



Beauty skupina Bezvavlasly zastřešená holdingovou společností Bezvavlasly a.s. (dále jen „Společnost“) je největším nezávislým distributorem profesionální vlasové kosmetiky v Česku. Patří do ní online distributor Bezvavlasly a velkoobchodní síť Hair Servis. Skupina také úspěšně funguje na Slovensku a Maďarsku, a aktuálně realizuje expanzi do Rumunska a Chorvatska. V horizontu 3-5 let by ráda působila na více než 10 trzích v Evropě.

## ZÁKLADNÍ INFORMACE

Společnost	Bezvavlasly a.s.
Ticker	BEZVA.PR
ISIN	CZ0009011920
Počet akcií	1.350 tis. ks
Free float	236 tis. ks (17,45 %)
Cena akcie (23.7.2024)	START: 700 CZK RMS: 720 CZK
Zhodnocení (za rok 2023)	START: +81,93 % RMS: + 73,17 %
Objem obchodů (za rok 2023)	START: 34.449 tis. CZK RMS: 7.996 tis. CZK

## POMĚROVÉ UKAZATELE

(tis. CZK)	FY2023	FY2024
Market cap	945 000	
Net debt	531 428	236 330
Enterprise value	1 476 428	1 181 330
Tržby	1 048 767	1 025 324
EBITDA	114 924	70 693
EPS	59	27
EV / sales	1,41	1,15
EV / EBITDA	12,85	16,71
P / EBITDA	8,22	13,37
EV / EBIT	14,97	21,57
P / E	11,93	25,50
Net debt / EBITDA	4,62	3,34
Net debt / equity	2,34	0,46
FCF yield	-25,97%	3,82%

## HOSPODAŘENÍ A JEHO VÝHLED

- V roce 2023 vzrostly celkové tržby o 105 % na cca 1 049 mio. CZK, a to díky akvizici skupiny Hair Servis. Provozní zisk EBITDA pak činil 115 mio. CZK při EBITDA marži 10,96 % a čistý zisk 79 mio. CZK při čisté marži 7,56 %.
- Společnost plánuje v roce 2024 tržby 1 025 mio. CZK při EBITDA 71 mio. CZK (EBITDA marže 6,89 %) a čistý zisk 37 mio. CZK (čistá marže 3,61 %).

## AKVIZICE HAIR SERVIS

- Na konci roku 2023 byla oznámena akvizice skupiny Hair Servis, která distribuuje řadu kadeřnických značek na českém trhu a své zboží a služby dodává více jak 18 000 kadeřníkům. Akvizice a související fúze pak byla vypořádána v polovině roku 2024.
- Celková hodnota akvizice byla vyčíslena na 530 mio. CZK, financována byla z vlastních zdrojů, odloženou kupní cenou, dlouhodobým akvizičním úvěrem a emisí nových akcií pro zakladatele Hair Servisu.
- Vlivem synergických efektů by mělo ve střednědobém horizontu dojít k posílení ziskové marže a dynamickému růstu tržeb. Krátkodobě se však čekávají nemalé vícenáklady spojené s fúzí a omezený potenciál růstu.

## POSÍLENÍ MANAGEMENTU SPOLEČNOSTI

- Na pozici generálního ředitele skupiny nastoupil Daniel Horák, který před tím deset let vedl a rozvíjel lékárenskou síť Dr. Max. Hlavním úkolem pro nejbližší období bude fúze Bezvavlasly s Hair Servis a příprava na dynamickou expanzi celé skupiny v Česku i v rámci Evropy.
- Vedení společnosti doplnil i Nicolas Eich na pozici Business unit director pro e-commerce, kde nahradil bývalého CEO Jaromíra Muchku. Sám má za sebou bohatou kariéru v online a fintech projektech (např. Edenred).

## ZAHRANIČNÍ EXPANZE

- V Maďarsku proběhlo spuštění nového e-shopu pod značkou Bezvado. Zároveň byla spuštěna třetí generace e-shopu v Česku a na Slovensku.
- Na podzim roku 2024 se očekává vstup na rumunský a chorvatský trh. Plně by se pak tyto trhy měly projevit na číslech v roce 2025.

Společnost Bezvavlasly a.s. se v minulém roce rozrostla o skupinu Hair Servis. Vlivem synergických efektů obou společností a plánovanému rozvoji obchodních aktivit na dalších trzích vnímáme akcie jako dlouhodobě atraktivní s cílovou cenou 806 CZK pro rok 2024.

# PŘEDSTAVENÍ EMITENTA

## PROFIL SPOLEČNOSTI

Společnost Bezvavlasly a.s., která dnes zastřešuje distribuční beauty skupinu Bezvavlasly, vznikla jako samostatný e-shop bezvavlasly.cz již v roce 2009. V roce 2023 realizovala významnou akvizici skupiny Hair Servis, a potvrdila tak své dominantní postavení v distribuci profesionální vlasové kosmetiky na českém trhu. Kromě 3 e-shopů provozuje i 20 velkoobchodních a 1 maloobchodní prodejnu, 13 školících center a dodává zboží a služby více jak 20 000 kadeřníkům.

Skupina Bezvavlasly je také minoritním akcionářem německého řetězce EURO FRIWA, jednoho z největších prodejců profesionálních výrobků pro kadeřnické a kosmetické salóny v Evropě, který vlastní značku s profesionální vlasovou kosmetikou DUSY.

Kromě Česka, skupina Bezvavlasly působí i na Slovensku a v Maďarsku, a v dohledné době vyhlíží expanzi na další trhy pod brandem Bezvado. V roce 2024 by se mělo jednat o Rumunsko a Chorvatsko.

Za poslední 4 roky (2019-2023) tržby vyrostly o 317 % (CAGR 42,94 %) na 1 049 milionů korun, při EBITDA 115 milionů a čistém zisku 79 milionů korun. Hodnocení e-shopu na Heureka se stabilně pohybuje nad 98 % a řadí se tak u zákazníků mezi TOP e-shopy v českém a slovenském regionu.

## TOP MANAGEMENT

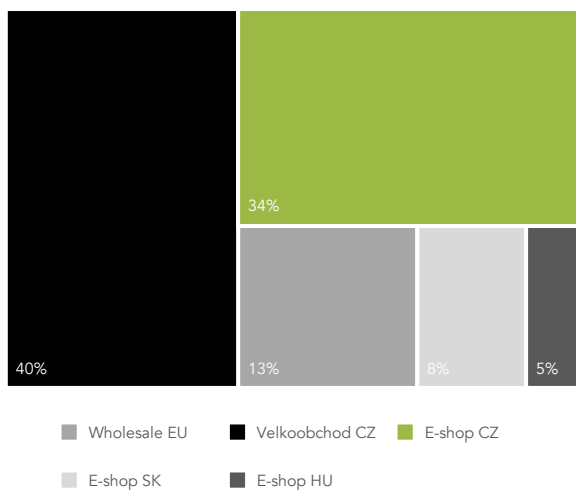
Představenstvo společnosti tvoří zakladatelé Aleš Hudeček a František Novotný. Na pozici Group CEO od června působí zkušený manažer Daniel Horák. V dozorčí radě působí František Bostl z finanční skupiny STARTEEPO.

## AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

František Novotný (27,87 %), Aleš Hudeček (26,68 %), zakladatelé Hair Servis (22,22 %), CZEGG VENTURES ze skupiny STARTEEPO (2,96 %) a Daniel Horák (2,81%) jsou nejvýznamnějšími akcionáři. Celkem drží 82,55 %. Free float na trhu START tak činí 17,45 %.

## TRŽBY DLE GEOGRAFIE A MĚN

Společnost primárně operuje v Česku, kde generuje zhruba 74 % tržeb. Nejzásadnější prodejní kanál je velkoobchodní síť v Česku - Hair Servis (40 %) a online distribuce v Česku, Slovensku a Maďarsku (47 %). Dalším kanálem je wholesale v rámci EU, který je zodpovědný za zhruba 13 % tržeb.



## PORTFOLIO PRODUKTŮ

Mezi nejprodávanější profesionální kosmetiku patří značky světových jmen jako Davines, DUSY, Wella Professionals, L'Oréal Professionnel, Schwarzkopf Professional, Kérastase, Matrix, Londa Professional, Goldwell, Olaplex a další.

Pro B2B zákazníky (kadeřnické salóny) společnost nabízí portfolio téměř 60 světových značek profesionální vlasové kosmetiky, z nichž je 18 exklusivních distribucí (např. DAVINES, DUSY Professional a další).

B2C zákazníci (koncový spotřebitel) si mohou vybrat z portfolia více než 100 předních značek výrobců vlasové kosmetiky z nichž nejvýznamnější jsou Wella, L'Oréal, Kerastase, Schwarzkopf, Olaplex, Matrix, Brave Head, BaByliss a Maria Nila.

Své portfolio společnost průběžně rozšiřuje o nové značky a nové produktové skupiny.

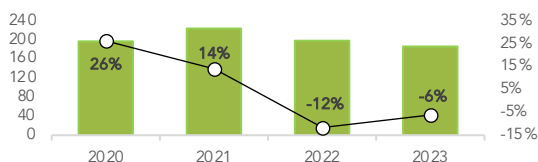
# ANALÝZA TRŽNÍHO PROSTŘEDÍ

## HLAVNÍ TRHY

Společnost v současné době působí výhradně na trzích v rámci Evropské unie. Aktuálně je její činnost zaměřena na Česko, Slovensko a Maďarsko.

Český trh e-commerce jako celek se vyznačuje velkým počtem internetových obchodů a vysokými obraty, které každoročně rostou. Během pandemické krize v roce 2021 vykázal nejvyšší obrat za posledních šest let, kdy dosáhl 223 miliard korun, od té doby však tržby v České republice zaznamenávají klesající trend. V roce 2023 dosáhl celkový obrat 185 miliard korun, což v porovnání s předchozím rokem představuje pokles o 6 %.

Růst obratu české e-commerce (mld. CZK)



Zdroj dat: Heureka, APEK

Podobný vývoj jako u českého trhu e-commerce můžeme sledovat i na evropském trhu e-commerce. Vrchol byl zaznamenán v roce 2021, kdy trh e-commerce dosáhl celkového obratu 551 mld. USD. Po něm však následovaly dva horší roky, které byly ve znamení klesajícího trendu. Rok 2024 by měl být dle projekcí zlomovým rokem, který by měl opět nastartovat rostoucí trajektorii. Celkový obrat v roce 2029 by měl dosáhnout úrovní okolo 812 mld. USD, což by znamenalo CAGR růst (Compound Annual Growth Rate – složená roční míra růstu vyjadřující růst investice v čase) 8,9 % mezi lety 2024-2029.

## SWOT ANALÝZA EMITENTA

### Silné stránky

- Největší nezávislý distributor profesionální vlasové kosmetiky na českém trhu.
- Dlouhodobě růstový trend tržeb.
- Široce diverzifikované portfolio nabízených produktů.
- Zkušený management.

### Slabé stránky

- Nepřehlednost a nákladnost právě probíhající fúze.
- Částečná závislost na klíčových vedoucích osobách.
- Nominálně vysoký dluh spojený s nedávnou akvizicí Hair Servis.

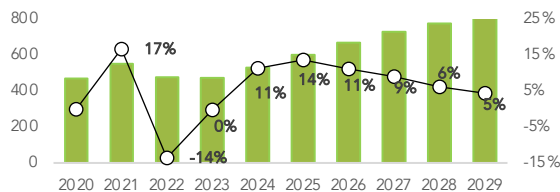
### Příležitosti

- Vstup na nové trhy v rámci Evropské unie.
- Vlastní vysokomaržové produkty prodávané pod novou značkou Bezvado.
- Společnost může participovat na globálním trendu růstu e-commerce.

### Hrozby

- Vysoká konkurence na trhu e-commerce kosmetiky.
- Pokles ekonomiky, růst inflace a nezaměstnanosti.
- Riziko zpoždění nasazení nového e-shopu na nových trzích.
- Riziko ztráty klíčových osob.

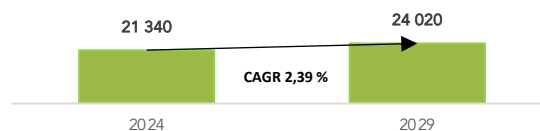
Vývoj evropského trhu e-commerce (mld. USD)



Zdroj dat: statista.com

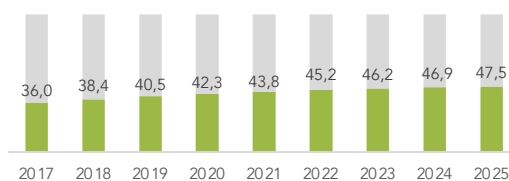
Výrazný nárůst se očekává i na evropském trhu Hair & Beauty. Ten by měl v roce 2024 dosáhnout velikosti okolo 21 mld. USD. V následujících letech se předpokládá CAGR růst 2,39 %, čímž by měla velikost trhu v roce 2029 dosáhnout hodnot okolo 24 mld. USD.

Hair & Beauty segment v Evropě (mil. USD)



Zdroj dat: Mordor Intelligence

Podíl mobilních zařízení na online tržbách Hair care v Evropě (%)



Zdroj dat: statista.com

# HOSPODAŘENÍ A JEHO VÝHLED

v tis. CZK	2021	2022	2023	F2024	F2025
Tržby celkem	450 465	511 871	1 048 767	1 025 324	1 127 651
YoY růst tržeb	29,14%	13,63%	104,89%	-2,24%	9,98%
EBITDA	41 326	34 228	114 924	70 693	101 714
YoY růst EBITDA	45,93%	-17,18%	235,76%	-38,49%	43,88%
EBITDA marže	9,17%	6,69%	10,96%	6,89%	9,02%
Úprava hodnot v provozní oblasti	2 311	2 885	16 296	15 932	18 789
Provozní výsledek hospodaření	39 015	31 343	98 628	54 761	82 925
Finanční výsledek hospodaření	1 685	3 221	-230	-7 859	-10 690
Výsledek hospodaření po zdanění	32 586	27 795	79 240	37 053	57 066
YoY růst zisku po zdanění	116,12%	-14,70%	185,09%	-53,24%	54,01%
Čistá marže	7,23%	5,43%	7,56%	3,61%	5,06%

v tis. CZK	2021	2022	2023	F2024	F2025
Vlastní kapitál	141 883	169 677	226 925	508 978	566 044
Čistý pracovní kapitál	90 882	132 002	397 530	293 444	302 077
Volné peněžní prostředky	14 971	71 998	157 976	57 003	86 143
Úročené cizí zdroje	-	1 978	689 404	293 333	251 111
Čistý dluh (Net debt)	-14 971	-70 020	531 428	236 330	164 968
Enterprise value (EV)	930 029	874 980	1 476 428	1 181 330	1 109 968

v tis. CZK	2021	2022	2023	F2024	F2025
Provozní cash flow	-4 513	67 021	230 226	56 098	96 363
Investiční cash flow	7 199	-9 238	-475 646	-20 000	-25 000
Free cash flow (FCF)	2 686	57 783	-245 420	36 098	71 363
Finanční cash flow	2 562	-756	349 845	-137 071	-42 222
Cash flow (CF)	5 248	57 027	85 978	-100 973	29 140

## VÝSLEDOVKA

- Společnost očekává mírný pokles tržeb z 1 049 mio. CZK v roce 2023 na 1 025 mio. CZK v roce 2024.
- EBITDA marži očekává na úrovni 6,89 %. Provozní zisk EBITDA by tak měl v roce 2024 dosáhnout výše 71 mio. CZK. Do poklesu ziskovosti se promítají jednorázové náklady na právě probíhající fúzi. Díky synergickým efektům by však mělo v následujících letech dojít k významnému nárůstu EBITDA marže.
- Společnost očekává úroveň čisté marže 3,61 % pro rok 2024 vlivem vyšších finančních nákladů spojených s obsluhou dluhu a vyššího korporátní zdanění.

## ROZVAHA A KAPITÁLOVÉ UKAZATELE

- Vlastní kapitál má růstový trend vlivem pozitivního hospodaření. V roce 2023 dosáhl 227 mio. CZK a díky letošnímu navýšení kapitálu skrze SPO a pozitivního výsledku hospodaření by měl v roce 2024 dosáhnout výše 509 mio. CZK.
- Úročené cizí zdroje spojené především s financováním akvizice by měly v následujících letech výrazně klesat vzhledem k silnému free cash flow společnosti.
- Přebytečné volné peněžní prostředky, které by se vlivem silného provozního cash flow měly akumulovat, bude společnost využívat na rychlejší splácení úročeného dluhu anebo na potenciální akvizice, které by přinesly vyšší dynamiku tržeb a zisků.

## CASH FLOW

- Čistý peněžní tok z provozní činnosti by měl v roce 2024 dosáhnout výše 56 mio. CZK. Free cash flow by po odečtení CAPEX nákladů mělo být 36 mio. CZK.
- Úspěšně se v letošním roce podařilo upsat dalších 350 tis. kusů akcií za 700 Kč/ks. SPO bylo spojeno s financováním akvizice skupiny Hair Servis.
- Provozní cash flow na rok 2025 se očekává ve výši 96 mio. CZK vlivem vyšší ziskovosti a optimalizace čistého pracovního kapitálu. Free cash flow by tak mělo dosáhnout úrovně 71 mio. CZK.
- Společnost neplánuje výplatu dividend a hodlá se plně zaměřovat na růst, k čemuž hodlá používat kumulované i budoucí zisky.

# STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI

## PEER GROUP ANALÝZA

Společnost	CAGR tržeb 2021-2025	P/E FY2023	P/E FY2024	P/EBITDA FY2023	P/EBITDA FY2024	EV/EBITDA FY2023	EV/EBITDA FY2024
Coty Inc.	8,79%	19,20	22,12	9,04	7,96	13,14	11,03
Douglas AG	-	-	10,74	2,51	2,44	6,72	4,79
L'Oreal SA	10,07%	36,31	33,97	23,89	22,37	24,33	22,48
LVMH Moët Hennessy	10,63%	23,82	22,66	13,54	12,32	14,56	12,81
Nu Skin Enterprises, Inc.	-9,22%	6,21	10,49	2,68	3,03	3,83	4,05
Olaplex Holdings, Inc.	-5,31%	9,90	11,17	6,15	6,96	7,24	7,78
Sally Beauty Holdings, Inc.	-0,80%	5,49	6,10	2,40	2,53	4,46	4,55
The Estée Lauder Companies Inc.	0,76%	33,08	51,24	16,08	18,28	17,67	19,98
Ulta Beauty, Inc.	9,16%	14,40	15,14	9,68	9,83	9,28	9,40
Medián	4,77%	16,80	15,14	9,04	7,96	9,28	9,40
Bezvavlasly a.s.	25,78%	11,93	25,50	8,22	13,37	12,85	16,71

Peer group analýza byla provedena u 9 společností v daném oboru nebo s příbuzným zaměřením. Ukazatel P/E za rok 2023 patří u společnosti Bezvavlasly mezi nižší a výrazně se pohybuje i pod mediánovou hodnotou.

Ukazatel P/EBITDA za rok 2023 je v porovnání s peers na přibližně stejné úrovni. Bezvavlasly se však obchodují za vyšší násobky ukazatele EV/EBITDA a to především vlivem vyššího čistého dluhu spojeného s financováním akvizice skupiny Hair Servis.

Bezvavlasly zaznamenaly v posledních letech růst velmi solidním tempem na tržbách. Růst zároveň akcelerovala i akvizice Hair Servis.

## STANOVENÍ HODNOTY AKCIE METODOU DCF

Projekce PV FCF	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tržby	1 048 767	1 025 324	1 127 651	1 241 882	1 383 830	1 551 688
EBITDA	114 924	70 693	101 714	124 312	146 686	175 341
FCF	-245 420	36 098	71 363	81 082	86 389	111 232
WACC		6,88%	7,75%	8,10%	8,45%	8,77%
FCF PV		33 774	61 466	64 182	62 459	73 070

Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF) nám pomáhá určit hodnotu investice na základě budoucích peněžních toků. Pro účely výpočtu byl zvolen náklad na vlastní kapitál 9,30 %. Náklad na cizí zdroje je uvažován 3,99 %. Průměrný náklad na kapitál firmy (WACC) se tak v čase mění v závislosti na podílu cizích a vlastních zdrojů a dosahuje hodnoty 6,88 % - 8,77 %.

### Terminal value - growth in perpetuity approach

Stage 1: Sum of present values	294 951
Long term growth rate	2,50%
2028 FCF x (1+g)	114 013
Terminal value (TV) in 2028	1 819 174
Stage 2: PV of TV	1 195 042
Enterprise value (stage 1 + 2)	1 489 993
Net debt 2024	236 330
Equity value	1 253 662

### Terminal value - EBITDA multiple approach

EBITDA multiple	7,5x
Terminal value (TV) in 2028	1 315 056
Stage 2: PV of TV	863 879
Enterprise value (stage 1 + 2)	1 158 830
Net debt 2024	236 330
Equity value	922 499

### Resulting equity value & valuation

Average equity value	1 088 081
Enterprise value	1 324 411
Shares outstanding (.000)	1 350
Equity value per share	<b>806 CZK</b>
EV/EBITDA 2024	18,73
P/E 2024	29,37

Metodou DCF jsme dospěli k výsledné cílové valuaci Bezvavlasly a.s. pro rok 2024 na úrovni equity value 1 088 mio. CZK a enterprise value 1 324 mio. CZK. Cílová hodnota společnosti vychází z dostupného dlouhodobého finančního plánu a je s ním tak silně korelována.

Cílovou cenu akcie tímto stanovujeme na **806 CZK**. Při současné ceně 700 CZK (23.7.2024) se jedná o **cílový výnos 15,14 % v horizontu následujících 12 měsíců**.

## POMĚROVÉ UKAZATELE VÝSLEDNÉ CÍLOVÉ VALUACE

Poměrový ukazatel EV/EBITDA pro rok 2024 vychází na 18,73 násobek. Pro rok 2025 vychází ukazatel EV/EBITDA na 13,02 násobek.

Poměrový ukazatel P/E dosahuje 29,37 násobku zisku. Pro rok 2025 se bavíme o 19,07 násobku čistého zisku.

# DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ A KONTAKTY

## DŮLEŽITÉ UPOZORNĚNÍ

Tato analýza („Analýza“ nebo „Dokument“) byla vypracována analytickým týmem poradenské společnosti STARTEEPO s.r.o. se sídlem Praha 7, Plynární 1617/10 („Společnost“). Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů (veřejné zdroje a informace od emitenta) a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v Analýze uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech Společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Analýza představuje názor Společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn analýzy není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v Analýze hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, a jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů, a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah Dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je Společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami. **Tento Dokument není prospektem, nabídkou ani doporučením k nákupu či prodeji cenných papírů, majetku či aktiv, ani znaleckým posudkem.**

## KONFLIKTY ZÁJMŮ

STARTEEPO s.r.o. a její dceřiné společnosti mohou mít obchodní pozice v investičních nástrojích uvedených v Analýze, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v Analýze nebo mohou emitentům těchto investičních nástrojů poskytovat za úplaty služby různého rozsahu. Analytický tým Společnosti není organizačně oddělen od aktivit a zájmů Společnosti, ze kterých by plynul případný střet zájmů vůči analyzovaným investičním nástrojům. Střety zájmů Společnosti ve vztahu k Analýze jsou následující:

- CZEKG VENTURES, podfond STARTEEPO Invest, investičního fondu s proměnným základním kapitálem a.s., který patří do skupiny STARTEEPO, držel ke dni vypracování Analýzy (23.7.2024) celkem 40.000 ks akcií společnosti Bezavlasly a.s. (2,96 % všech akcií Bezavlasly a.s.).
- František Bostl je jakožto zástupce CZEKG VENTURES, podfondu STARTEEPO Invest, členem dozorčí rady společnosti Bezavlasly a.s.
- STARTEEPO s.r.o. tuto Analýzu vytvořila pro potřeby plnění informačních povinností trhu START za úplaty, a to pro zadavatele Bezavlasly a.s. na základě smluvního vztahu.

## KONTAKTY

### ANALYTIK

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

### EMITENT

Bezavlasly a.s.  
Zenklova 22/56  
180 00, Praha 8