

# Pilulka.cz

## Příliš rychle, příliš vysoko

31. března 2021

Česká republika

Maloobchod

mil. Kč	2020E	2021F	2022F	2023F
<b>Tržby</b>	1801	2495	2977	3379
<b>% růst</b>	36 %	39 %	19 %	14 %
EBITDA	28	13	61	95
EBITDA marže	1,6 %	0,5 %	2,0 %	2,8 %
<b>NOPAT</b>	<b>n.a.</b>	<b>-5</b>	<b>31</b>	<b>56</b>
Kapitálové výdaje	29	46	54	64
Odpisy a amortizace	n.a.	19	22	26
WACC	n.a.	10 %	10 %	10 %
<b>FCF</b>	<b>n.a.</b>	<b>-46</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>
Celkový dluh	65	87	104	129

Zahajujeme nové analytické pokrytí online lékárny Pilulka s **cílovou cenou 804 Kč a doporučením PRODAT**. I když sdílíme optimistický výhled na budoucnost Pilulky a internetového prodeje léků vůbec, růst ceny akcií od IPO ze 424 Kč na aktuálních 1460 Kč (**+240 % za necelých 6 měsíců**) se nám zdá příliš rychlý a akcie nadhodnocené. Hodnota Pilulky navíc stojí a padá na schopnosti managementu dovést ji k profitabilitě a také ji tam dlouhodobě udržet.

- ♦ Pilulka se zaměřuje na **online prodej volně prodejných léků (OTC)** v České republice, na Slovensku a v Rumunsku. V roce 2021 plánuje expanzi do Maďarska.
- ♦ Společnost je v rané růstové fázi vývoje. Nicméně **v roce 2020 by se měla poprvé přehoupnout do kladného provozního zisku**.
- ♦ Do budoucna se bude Pilulka opírat o **dva růstové pilíře: regionální expanzi a internetový prodej OTC**. Deregulace trhu s léky na předpis (Rx) skýtá značný, avšak prozatím velice vzdálený a nejistý potenciál.
- ♦ Dle našich odhadů bude **průměrný roční růst tržeb CAGR mezi roky 2021 až 2030 kolem 14 %** a v roce 2030 dosáhnou tržby necelých 8 mld. Kč.
- ♦ Pro valuaci **používáme tradiční metodu diskontovaných peněžních toků** a jako diskontní míru používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC) ve výši 9,8 %.
- ♦ Použití tržních násobků pro účely ocenění brání **nedostatek srovnatelných společností**. Nejbližší evropští konkurenti Zur Rose a Shop Apotheke jsou mnohem vyspělejší společnosti s výrazně vyšší zákaznickou základnou.
- ♦ Do našeho lehce konzervativního odhadu pro růst tržeb se promítá také fakt, že **farmaceutičtí online prodejci mají dlouhodobý problém se stabilní profitabilitou**.
- ♦ Nicméně, **co se marží Pilulky týče, jsme optimističtí** a věříme, že management ji udrží dlouhodobě v černých číslech.
- ♦ Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu je **804 Kč za akcii** a při současné ceně 1460 Kč za akcii (-43 %) **odpovídá doporučení PRODAT**.

## PRODAT

**6M Cílová cena** **804 Kč**

Předešlá cílová cena n.a.

6M Dividenda 0 Kč

Současná cena 1460 Kč

**12M Celkový výnos** **-45 %**

ISIN CZ0009009874

Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 3,65 mld. Kč

Počet akcií 2,5 mil.

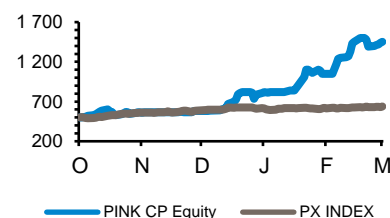
Free-float 32 %

**Výnos** **1M** **3M** **12M**

Absolutní +42% +157% n.a.

Rel. k PX Index +39% +151% n.a.

12M výkon vs. index:


**Ján Hladký**

Equity Analyst

+420 221 424 183

hladky@patria.cz

## OBSAH

EXECUTIVE SUMMARY .....	3 -
PROFIL SPOLEČNOSTI .....	3 -
AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA.....	5 -
ORGANIZAČNÍ STRUKTURA .....	5 -
MANAGEMENT.....	6 -
FINANČNÍ UKAZATELE .....	7 -
TRŽNÍ PROSTŘEDÍ .....	8 -
OČEKÁVANÝ VÝVOJ .....	11 -
SWOT ANALÝZA .....	12 -
VALUAČNÍ METODOLOGIE .....	13 -
OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI.....	14 -
RIZIKA VALUACE.....	16 -
FINANČNÍ UKAZATELE .....	18 -
DISCLAIMER.....	19 -

## EXECUTIVE SUMMARY

Lékařenské odvětví v České republice se zdá být na počátku proměny **kvůli přechodu na internetový prodej léků**. Zatímco ostatní kategorie spotřebního zboží na tuto cestu nastoupily již dávno, volně prodejným lékům se tento obchodní model z valné části až doteď vyhýbal. Stejný příběh se dle všeho odvíjí na Slovensku, v Rumunsku a Maďarsku.

Do takového prostředí vstupuje online lékárna Pilulka s jasným cílem ukousnout si co největší tržní podíl v těchto čtyřech cílových zemích. V nejbližších letech ji proto dle všeho čeká **prudký růst tržeb spojený s penetrací online prodeje a také s regionální expanzí**. Bohužel je to zároveň velice kompetitivní trh, a proto si nemyslíme, že tyto míry růstu Pilulka dlouhodobě udrží. Mezi roky 2021 až 2030 proto předpokládáme průměrný roční růst (CAGR) tržeb kolem 14 % až na 8 mld. Kč.

Hlavní otázkou zůstává, **zda management udrží v budoucnosti náklady pod kontrolou** a dotáhne Pilulku ke kladné a stabilní profitabilitě. Pohled na výsledovky evropských online farmacií ukazuje, jak náročný je to úkol. V tomto případě jsme však optimističtí a důvěřujeme managementu, že po prvním ziskovém roce 2020 se během dalších let provozní EBITDA marže rozšíří až k téměř 5 % v roce 2030.

Suma sumárum, Pilulka vypadá po fundamentální stránce solidně a budoucnost se pro ni zdá být růžová. Od doby IPO však cena jejich akcií vystoupala ze 424 Kč až na 1460 Kč (+240 % za necelých 6 měsíců) **bez podstatnější změny fundamentu**. Zrychlení růstu tržeb z důvodu koronavirové pandemie vidíme jen jako přechodný efekt, který se příští rok rozplyne a není pro nás důvodem pro zásadnější změnu prognóz. Naše cílová cena 804 Kč je tedy sice o 90 % nad původní IPO cenou, avšak **při současné tržní ceně odpovídá doporučení PRODAT**.

## PROFIL SPOLEČNOSTI

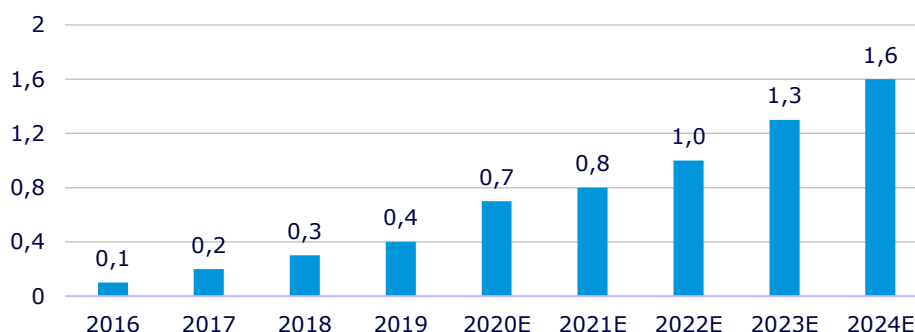
**Pilulka se zaměřuje na online prodej volně prodejných léků (OTC)**

Pilulka Lékárny a.s. (dále jako Pilulka) je česká společnost provozující primárně **online lékárny v České republice, na Slovensku a v Rumunsku**.

Společnost založili v roce 2013 **bratři Martin a Petr Kasovi** (původní zakladatelé e-commerce portálu kasa.cz) a od počátku ji zaměřili na zmíněný online prodej volně prodejných léků (tzv. OTC) a výživových doplňků (tzv. CH), mezi něž se řadí také vitamíny, kosmetika a drobná elektronika. Online prodej je omezen na tyto dvě kategorie, **léky na předpis (tzv. Rx) se můžou prodávat jen offline kanálem v kamenných lékárnách**. Tato regulace platí pro všechny cílové země Pilulky.

Pilulka provozuje **v České republice také řetězec 158 kamenných lékáren**, které tedy nabízejí i Rx produkty. Nicméně, společnost samotná přímo vlastní jen 32 těchto prodejen, přičemž zbylých **125 provozují franšizoví partneři**. Je nutno podotknout, že Pilulka těmto partnerům neúčtuje **žádné franšizové poplatky** a hlavní výhodou tohoto vztahu jsou tak sjednocená marketingová komunikace, větší vyjednávací síla s dodavateli a širší doručovací síť lékáren. Následující graf ukazuje historický a očekávaný vývoj počtu unikátních zákazníků dle odhadů managementu zveřejněných s IPO:

Počet unikátních online zákazníků (mil.)

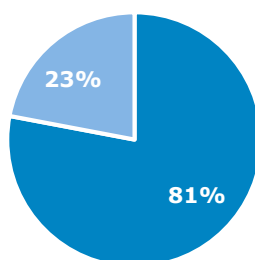


Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

**Pilulka působí v České republice, na Slovensku, v Rumunsku a plánuje expanzi do Maďarska**

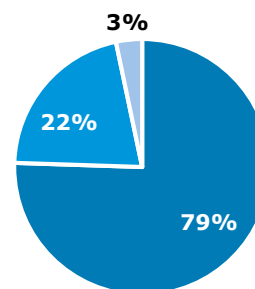
**Na slovenském a rumunském trhu provozuje Pilulka čistě jen online prodejní kanál.** Vzhledem k zmíněné regulaci to znamená, že v těchto regionech může prodávat jen OTC léčiva. **Rozšíření do offline prostoru není v tuto chvíli v plánu.** V roce 2020 došlo k odkupu zbylého 30% minoritního podílu v rumunské Pilulka Online s.r.l., čímž je rumunský byznys plně konsolidován pod Pilulka Lékárny a.s. **V roce 2021 se plánuje expanze do Maďarska** přes otevření nové pobočky lékáren. Následující grafy přibližují rozdělení tržeb na základě online/offline prodejního kanálu a na základě regionů za rok 2020 (předběžné):

Online vs Offline, 2020



■ Online ■ Offline

Tržby dle regionů, 2020



■ Česká republika ■ Slovensko ■ Rumunsko

Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

**V říjnu 2020 firma prošla primárním úpisem s cenou 424 Kč za akcii**

Společnost Pilulka prošla **v roce 2020 úspěšným primárním úpisem jejích akcií**, jehož cílem bylo získat kapitál pro další regionální expanzi a zároveň poskytnout prvotním investorům možnost divestice jejich podílů. Společnost se začala obchodovat na Burze cenných papírů Praha (START Market) 26. října 2020 s tickerem PINK. **Cena za akcii byla stanovena na úrovni 424 Kč** s přibližně 30% free-float (z 2,5 mil. kusů akcií celkem). Všechny akcie jsou kmenové akcie a na valné hromadě připadá **na každou akcii právě jeden hlas**.

Akcie se obchodují jen v aukčním systému, kdy se **jednou za den vypořádají všechny nákupní a prodejní pokyny**. Pilulka poslala do úpisu 500 tisíc kusů nových akcií, což při ceně 424 Kč za akcii znamená **194 mil. Kč získaného kapitálu po očištění o náklady spojené s IPO**. Ten je určen pro regionální expanzi, kapitálové výdaje na IT systémy a na logistiku a na celkové posílení rozvahy.

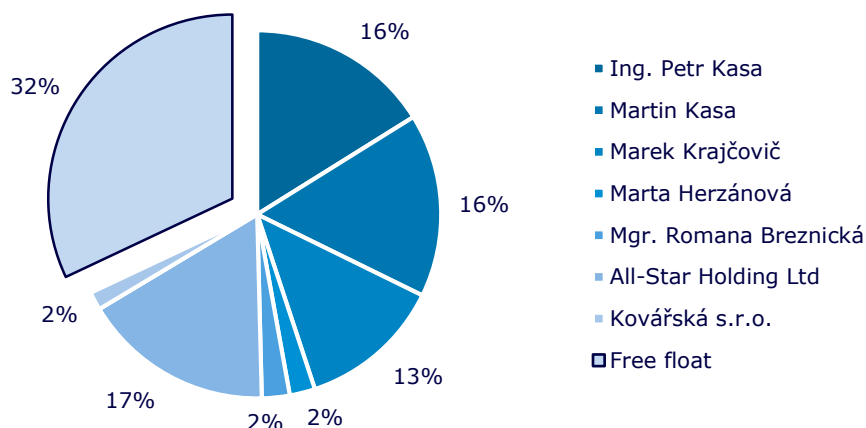
Jelikož se Pilulka jako společnost nachází v rané růstové fázi vývoje, **nevyplácí akcionářům žádnou dividendu ze zisku**.

## AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

Před primárním úpisem měla Pilulka vydanou jednu tranši akcií v počtu 2 mil. kusů. V rámci IPO pak bylo vydáno 500 tis. kusů nových akcií, zatímco stávající akcionáři (především All-Star Holding a Kovářská s.r.o. vlastněná Martinem Kasou) nabídli k prodeji 225 tis. akcií. **Celkový počet akcií je nyní 2,5 mil. kusů** a na každou akcii připadá jeden hlas na valné hromadě.

IPO prospekt Pilulky předpokládal po úpisu následující akcionářskou strukturu:

Akcionářská struktura po IPO



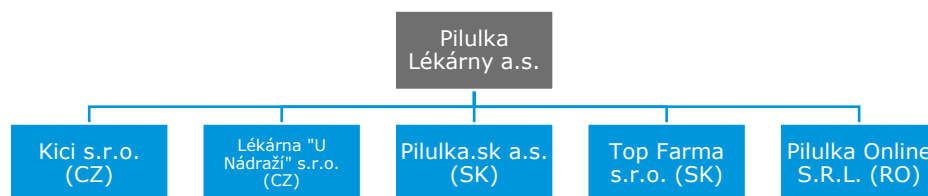
Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Z grafu je patrné, že **bratři Kasovi mají ve společnosti dohromady 32% podíl**, přičemž stejná část připadá na drobné akcionáře ve formě free-float. Nicméně stávající akcionáři **nejsou vázáni tzv. lock-up periodou** a svoje akcie tedy můžou na burze volně obchodovat hned od úpisu. Do hry také vstupuje fakt, že od úpisu došlo ke kumulaci free-floatu v rukách některých nových akcionářů.

## ORGANIZAČNÍ STRUKTURA

**Pilulka je 100% vlastníkem v pěti společnostech**

Pod mateřskou společnost Pilulka Lékárny a.s. patří momentálně 5 společností: dvě české, dvě slovenské a jedna rumunská:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

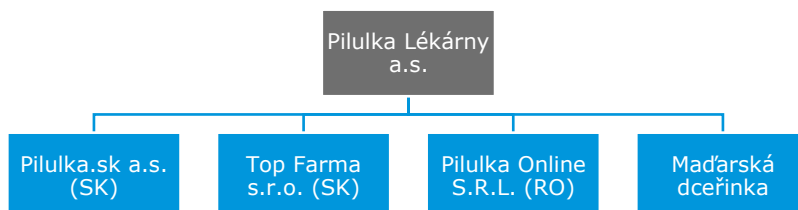
Po nedávném odkupu zbylého 30% podílu v rumunské dceřince je nyní **všech pět entit 100% vlastněno společností Pilulka Lékárny a.s.**

**Kici s.r.o. čeká odprodej a část Lékárny "U Nádraží" se začlení do mateřské společnosti**

Do budoucna se však **chystá zjednodušení organizační struktury**. Je v pláně prodej Kici s.r.o., přičemž dopad na hospodaření skupiny by měl být zanedbatelný (krátkodobě -1 mil. Kč). Jedná se o prodej ztrátové lékárny. Plánuje se také přesun Lékárny „U Nádraží“ do mateřské společnosti Pilulka

Lékárny a.s. Jak již bylo zmíněno, Pilulka.cz chystá v roce 2021 vstup do Maďarska přes vytvoření nové tamní dceřiné společnosti.

Po všech těchto úpravách by tedy měla organizační struktura vypadat následovně:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

## MANAGEMENT

Vrcholové vedení společnosti tvoří pět členů: Ing. Petr Kasa, Martin Kasa, Ing. David Staněk, Michal Hanáček a Ing. Martin Navrátil.



**Petr Kasa**

Generální ředitel a zakladatel



**Martin Kasa**

Ředitel strategie a zakladatel



**David Staněk**

Finanční ředitel



**Michal Hanáček**

Provozní ředitel



**Martin Navrátil**

Komerční ředitel

Zdroj: Pilulka.cz

### Společnost založili a řídí bratři Petr a Martin Kasovi známí z projektu Kasa.cz

Jak bylo řečeno, společnost založili a v současnosti ji také vedou **bratři Petr a Martin Kasovi**. Mezi jejich úspěchy se řadí mimo jiné vybudování nákupního portálu Kasa.cz. Generálním ředitelem je Petr Kasa a do jeho kompetencí spadá především vyhodnocování činnosti celé skupiny. Martin Kasa je ředitelem strategie a na starost má kromě vytváření strategie samotné také regulační činnost a řízení zahraničních poboček.

Finančním ředitelem Pilulky je **Ing. David Staněk**, který předtím působil dva roky na pozici finančního ředitele ve společnosti ZOOT. O provoz společnosti se stará **Michal Hanáček**, jenž má dlouhé zkušenosti z IT oboru a provozu. Pětici uzavírá **Ing. Martin Navrátil**, kdysi působící jako strategický analytik v Komerční bance. Mezi jeho zkušenosti patří také digitalizace bankovníctví v rámci skupiny Home Credit.

Představenstvo společnosti se skládá jen z Petra a Martina Kasy. Dozorčí radu, volenou valnou hromadou, tvoří **Mgr. Martin Buchta, Mgr. Miloš Čebík a Marek Krajčovič**. Dozorčí rada má právo kontrolovat činnost Pilulky a dohlížet na dodržování účetních předpisů a právních stanov.

## FINANČNÍ UKAZATELE

**Společnost by se měla v tomto roce přehoupnout do kladného provozního zisku**

Zatímco **tržby prošly v předešlých letech velice rychlým růstem** (2019 +28 % yoy a 2020 +35 % yoy) především díky expandující zákaznické bázi. **Aktuálně management počítá s kladným ukazatelem EBITDA již v roce 2020.** Největšími samostatnými položkami provozních nákladů jsou sklad, doprava a marketing. Následující tabulka ilustruje hlavní položky výsledovky mezi roky 2018 a 2020 dle původních údajů a odhadů uvedených před IPO (za 2020 předběžné):

mil. Kč	2018	2019	2020E
<b>Tržby</b>	<b>1033</b>	<b>1321</b>	<b>1717</b>
Česká republika	898	1140	1351
Online	550	690	957
Offline	348	450	394
Slovensko	177	250	379
Rumunsko	0	20	59
Maďarsko	0	0	0
Konsolidace	-42	-89	-72
COGS	766	976	1263
<b>Hrubý zisk</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>454</b>
<b>Provozní náklady</b>	<b>296</b>	<b>381</b>	<b>466</b>
Sklad	34	45	73
Doprava	36	45	71
Marketing	64	72	87
Ostatní	162	219	235
<b>EBITDA</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>-12</b>

Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

**Rozvoj Pilulky byl z valné části financován závazky z obchodního styku**

**Většinu aktiv Pilulky tvoří oběžná aktiva**, jelikož kamenné prodejny a sklady si pronajímá (dlouhodobý hmotný majetek je vybavení lékáren a skladů). **Dlouhodobý nehmotný majetek je tvořen především interně vyvinutým softwarem.** Na straně pasiv je vidět, že Pilulka je financována především z cizích zdrojů. Bankovní úvěry však hrají minimální roli, **váha spočívá především na krátkodobých závazcích z obchodního styku.** Následující tabulka ilustruje hlavní položky rozvahy mezi roky 2018 a 2020 dle původních údajů a odhadů uvedených před IPO (za 2020 předběžné):

mil. Kč	2018	2019	2020E
<b>Aktiva</b>	<b>306</b>	<b>325</b>	<b>377</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>68</b>	<b>85</b>	<b>122</b>
Nehmotný majetek	35	42	73
Hmotný majetek	28	19	34
Ostatní	5	24	15
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>238</b>	<b>240</b>	<b>255</b>
Zásoby	64	77	91
Pohledávky	168	152	160
Hotovost	6	8	-18
Ostatní	0	3	22
<b>Pasiva</b>	<b>306</b>	<b>325</b>	<b>377</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>16</b>	<b>30</b>	<b>17</b>

<b>Cizí zdroje</b>	<b>290</b>	<b>295</b>	<b>361</b>
Dlouhodobé závazky	31	28	26
Úvěry	31	28	26
Krátkodobé závazky	259	267	335
Úvěry	51	48	39
Obchodní styk	201	210	286
Ostatní	7	9	10

Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

**Kapitálové výdaje jsou směřovány především do interního vývoje IT systémů** potřebných pro expanzi tržeb. Pracovní kapitál byl v roce 2020 záporný vlivem vyšších závazků z obchodního styku. Následující tabulka ilustruje kapitálové výdaje a provozní kapitál mezi roky 2018 a 2020 dle původních údajů a odhadů uvedených před IPO (za 2020 předběžné):

<b>mil. Kč</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Kapitálové výdaje</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>29</b>
IT	11	22	20
Sklad	0	9	6
Ostatní	23	3	3
<b>Pracovní kapitál</b>	<b>24</b>	<b>13</b>	<b>-23</b>

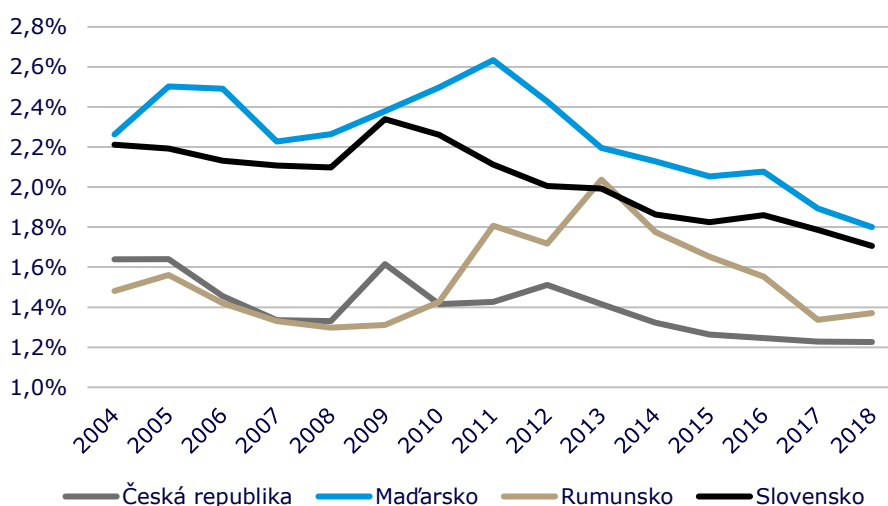
Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

## TRŽNÍ PROSTŘEDÍ

**Objem výdejů na léky v cílových zemích pozvolna roste spolu s rostoucím HDP**

Hlavním byznysem Pilulky je prodej lékárenského zboží v České republice, na Slovensku, v Rumunsku a v budoucnu i v Maďarsku. Jak ukazuje následující graf, **výdaje obyvatelstva na léky v poměru k HDP mají v těchto zemích klesající tendenci**. V roce 2018 dosahovaly v České republice cca 1,2 % HDP, v Rumunsku 1,4 %, na Slovensku 1,7 % a v Maďarsku 1,8 %. Je však nutno mít na paměti, že **tyto podíly vycházejí z rostoucího HDP a celkově tedy objem výdejů na léky pozvolna stoupá**.

Výdaje na léky jako % HDP



Zdroj: OECD, Patria Finance



## OFFLINE

**Podíl offline tržeb na celkových tržbách je malý a do budoucna bude klesat**

Jak bylo zmíněno hned na začátku, tržby kamenných lékáren čili offline segmentu Pilulky tvoří již teď jen malou část celkových tržeb (cca 20 %). **Do budoucna bude tento podíl klesat dle našich odhadů až k 8 %**, takže primárním prodejním kanálem bude rozhodně online segment a klíčovým trhem online trh. Nicméně do jisté míry se jedná o dvě spojené nádoby, a proto jsme se rozhodli analyzovat také offline trh.

Dle Českého statistického úřadu dosáhly výdaje na léky v roce 2018 celkem 88 mld. CZK. To však zahrnuje také velkoobchodní nákupy nemocnic, které se byznys modelu Pilulky netýkají. Relevantním trhem jsou proto **maloobchodní nákupy domácností, které činily 61,5 mld. CZK, z nichž více než 45 mld. CZK tvořily léky na předpis (Rx) a zbytek volně prodejné léky (OTC)**.

Ještě větší nepoměr mezi prodejem Rx a OTC je příznačný pro Slovensko. Zde v roce 2019 dosáhly tržby za OTC jen 205 mil. EUR, zatímco za Rx to bylo až 1,2 mld. EUR. V Maďarsku je rozdíl o něco mírnější: 130 mld. HUF za OTC a 430 mld. HUF za Rx. Pro Rumunsko nebyla bohužel tato data volně dostupná.

**Přísně regulovaný trh s léky na předpis značně převyšuje volně prodejné léky**

**Všeobecně se tedy dá říci, že trh s Rx je mnohem větší než trh s OTC.** Konkrétní poměr se pak bude mezi zeměmi lišit dle místní právní úpravy. Tento rozdíl je ale logický, jelikož léky na předpis nepodléhají tak silnému konkurenčnímu a cenovému tlaku, často jsou úzce specializované a vztahují se na ně patentové ochrany. Obecně také platí, že léky na předpis jsou spojené s vyšší marží pro lékárny než OTC léky.

Pokud jde o růst těchto trhů, údaje statistických úřadů kreslí podobný obrázek jako data OECD. Průměrný roční růst prodeje léků v České republice od roku 2011 činil jen 1,7 %, přičemž OTC léky rostly v průměru o 3,7 % a Rx jen o 1 %. Na Slovensku činil průměrný růst od roku 2016 cca 2,5 % (OTC 6% vs Rx 2 %) a v Maďarsku od roku 2011 cca 1 % (OTC 6 % vs Rx 0,8%). **Do budoucna proto počítáme s růstem celého trhu s léky na úrovni růstu HDP, neboli cca o 2 % ročně.**

**Růst Pilulky se bude opírat i o regionální expanzi**

Pro Pilulku z toho vyplývá jeden důležitý závěr, a to, že **prvním pilířem růstu tržeb bude regionální expanze**, jelikož trh jako takový neroste dostatečně rychle a spíše se zdá, že kopíruje tempo růstu HDP.

**Léky na předpis skýtají značný, avšak prozatím vzdálený potenciál**

Jelikož se navíc Pilulka zaměřuje na online prodej OTC léků, **Rx léky v Maďarsku, na Slovensku a v Rumunsku skýtají značný potenciál v případě, že by došlo k místní deregulaci jejich online prodeje.** V této chvíli je však takovýto vývoj vzdálenou a nejistou budoucností. Navzdory koronavirové pandemii se žádná země k rozvolnění nežene.

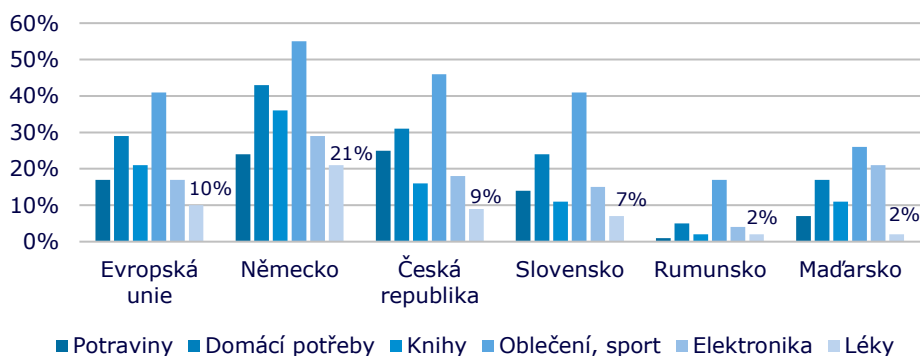
## ONLINE

Primárním prodejním kanálem pro Pilulku je a bude online kanál. V současnosti je povolen internetový prodej OTC léků ve všech čtyřech cílových zemích Pilulky. **Rumunsko bylo poslední zemí Evropské unie, která schválila internetový prodej. Stalo se tak v roce 2017.**

**Internetový prodej léků je v této chvíli v cílových zemích málo rozvinutý**

Při pohledu na online penetraci v jednotlivých sektorech spotřeby je zjevné, že **léky jsou úplně na chvostě.** Následující graf srovnává procento populace nakupující na internetu dle jednotlivých zemí EU a produktových kategorií:

## Procento nakupujících online, 2019

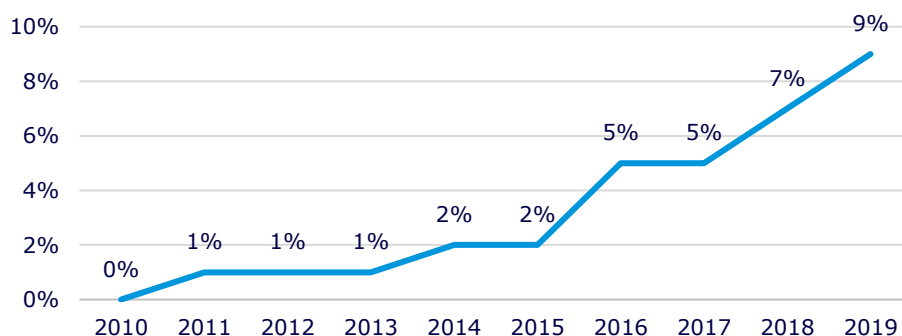


Zdroj: Eurostat, Patria Finance

## Hlavně v posledních letech se ale tempo růstu zvyšuje

Zároveň je zjevné, že Maďarsko a Rumunsko jsou z cílových zemí Pilulky na samém počátku změny. Myslíme si však, že vývoj bude v obou zemích poměrně dynamický a **Českou republiku a Slovensko v online penetraci rychle doženou**. Důvod je ten, že dle dat Eurostatu trend nakupování léků na internetu odstartoval až v posledních pár letech. Například v ČR je online prodej zákonem povolen už od roku 1998, avšak jak je vidět na následujícím grafu, až poslední 3 nebo 4 roky bylo vidět rapidnější růst:

## Online nákupy léků v ČR



Zdroj: Eurostat, Patria Finance

## Do roku 2030 by penetrace online prodeje mohla v ČR narůst až na 25 % a online trh na 10,5 mld. Kč

Dle analýzy společnosti IQVIA pro český lékárenský trh se v roce 2019 uskutečnilo 8,5 % všech nákupů volně prodejných léků na internetu. Pro slovenský trh bylo tento podíl na úrovni 3,5 %. Na základě údajů pro první polovinu roku 2020, by mohl tento podíl v celém roce 2020 narůst na 12,5 %, respektive 6 %. **Odhadujeme, že do roku 2030 by mohl v České republice tento podíl narůst až na 25 % a celkový online trh s léčivy by mohl dosáhnout 10,5 mld. Kč při průměrném ročním růstu CAGR 12,5 %**. Zároveň si však myslíme, že na této úrovni se penetrace zastaví a růst online postupně srovná tempo s růstem celkového trhu s léky. Obdobný odhad máme také pro zbývající tři cílové země Pilulky.

Následující tabulka sumarizuje naše odhady pro velikost online trhu v roce 2030 spolu s průměrnými ročními růsty CAGR:

Země	Velikost trhu 2030 (mil. Kč)	CAGR 2021 - 2030
Česká republika	10 520	12,6 %
Slovensko	5 980	18,8 %
Rumunsko	5 070	34,4 %
Maďarsko	3 250	18,5 %

Zdroj: statistické úřady, Patria Finance

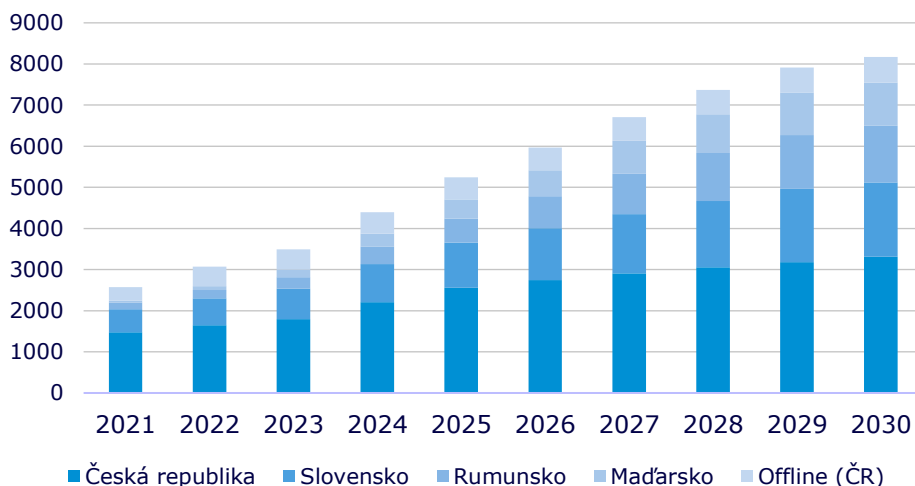
**Hlavním růstovým pilířem Pilulky bude internetový prodej volně prodejných léků**

Zde je tedy **druhý růstový pilíř Pilulky, kterým je penetrace internetového prodeje volně prodejných léků**. Na rozdíl od celkového trhu s léky totiž tento tržní segment bude spolu s postupující popularitou internetového prodeje růst mnohem rychleji minimálně po dobu několika následujících let. Navíc zde platí to samé, co bylo řečeno v předešlé sekci o Rx lécích, a tedy, že případná deregulace jejich internetového prodeje skýtá obrovský potenciál.

## OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Na základě manažerského plánu představeného před IPO Pilulky a naší vlastní analýzy tržního prostředí jsme sestavili očekávaný vývoj tržeb pilulky mezi roky 2021 až 2030. Modelovaná perioda natažená až na deset let má dva primární důvody. Za prvé, snižuje se tím váha terminální periody na celkové valuaci společnosti. A za druhé, **plán managementu pro první čtyři roky můžeme doplnit o naše vlastní předpoklady pro roky 2025 až 2030**. Graf níže shrnuje námi odhadovaný vývoj tržeb (bez konsolidačních rozdílů) a následován je detailnějším rozbohem jednotlivých předpokladů.

Vývoj tržeb (mil. Kč)



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

**Nový výhled pro rok 2021 udává až 40% růst tržeb celé skupiny**

**Plán managementu pro první čtyři roky se nám sice zdá ambiciózní, pokládáme jej však za dosažitelný.** Zároveň jsme ho upravili o nedávno publikované finanční výsledky české větve Pilulky za rok 2020. Spolu s nimi nám management představil i výhled na rok 2021, ve kterém očekává růst tržeb celé skupiny až o 40 %, neboli výrazně rychleji než původně plánovaných 25 %. Konzervativně však předpokládáme, že toto zrychlení je primárně přechodným efektem koronavirových uzávěrek a proto jsme tento prudký skok vyhladili tím, že jsme zvětšili očekávaný růst pro rok 2022, načež se ale vracíme k původním plánům managementu.

**Od Rumunska a Maďarska čekáme dynamičtější vývoj, ČR a Slovensko porostou od roku 2025 spolu s trhem**

**Roky 2025 až 2030 jsme konzervativně sladili s růstem online trhu léků v ČR a na Slovensku.** V Rumunsku a v Maďarsku nicméně kvůli rané fázi rozvoje tamního online trhu s léky (a online maloobchodu obecně) předpokládáme v letech 2025 až 2027 dynamičtější růst tržeb Pilulky, než je růst zbytku trhu. **Do terminální periody v roce 2030 však tržby všech regionů vstupují s růstem na úrovni reálného růstu HDP (2,5 %) s malou premii 0,5 %.** Ta odráží dynamiku online maloobchodu, který postupně pohlcuje tradiční kamenný maloobchod.

**Tržby kamenných prodejen v ČR (offline) zaznamenaly v roce 2020 prudký propad kvůli lockdownům.** Zhoršená situace pravděpodobně přetrvává i v roce 2021, načež předpokládáme návrat k plánu managementu. Od roku 2025 se pak růst srovnává s růstem pro celý trh s léky v ČR. Výsledkem našich prognóz je očekávaný průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2021 až 2030 kolem 14 % až na hodnotu 8 mld. Kč v roce 2030. Následující tabulka shrnuje naše předpoklady:

mil. Kč	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Celkové tržby</b>	<b>2495</b>	<b>2977</b>	<b>3379</b>	<b>4267</b>	<b>5092</b>	<b>5801</b>	<b>6515</b>	<b>7161</b>	<b>7683</b>	<b>7925</b>
% růst	39%	19%	14%	26%	19%	14%	12%	10%	7%	3%
<b>Tržby online</b>	<b>2245</b>	<b>2600</b>	<b>3002</b>	<b>3876</b>	<b>4705</b>	<b>5416</b>	<b>6133</b>	<b>6780</b>	<b>7303</b>	<b>7546</b>
% růst	37%	16%	15%	29%	21%	15%	13%	11%	8%	3%
Česká republika	1480	1650	1792	2205	2556	2742	2911	3060	3184	3312
Slovensko	560	650	746	932	1098	1263	1437	1605	1778	1807
Rumunsko	160	200	278	419	587	780	983	1170	1310	1376
Maďarsko	45	100	186	320	464	631	801	946	1031	1051
<b>Tržby offline (ČR)</b>	<b>330</b>	<b>470</b>	<b>487</b>	<b>520</b>	<b>537</b>	<b>554</b>	<b>571</b>	<b>590</b>	<b>609</b>	<b>628</b>
	38%	42%	4%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>Konsolidace</b>	<b>-80</b>	<b>-93</b>	<b>-110</b>	<b>-129</b>	<b>-149</b>	<b>-169</b>	<b>-189</b>	<b>-209</b>	<b>-229</b>	<b>-249</b>

Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

## SWOT ANALÝZA

### Silné stránky

- Dvouciferný růst domácího online lékárenského trhu
- V ČR síť vlastních kamenných lékáren rozšiřujících distribuční síť
- Vlastní IT systémy (škálovatelnost a flexibilita)
- Silná rozvaha po nedávném primárním úpisu akcií
- Prověřená zkušenost managementu s e-commerce

### Slabé stránky

- Silně konkurenční prostředí ze strany ostatních lékáren (hlavně Dr. Max a Benu) a také ze strany drogerií a ostatního e-commerce
- Nízké marže v online retailu
- Nízká diferenciací prodáváného zboží proti konkurenci
- Cenové tlaky na produkty („slevové nakupování“ zákazníků)

### Příležitosti

- Deregulace prodeje léků na předpis po internetu
- Pokračující úspěšná regionální expanze
- Prodej private label výrobků s vyšší marží
- Rychlejší přesun lidí k online nakupování kvůli koruně a lockdownům

### Rizika

- Vstup dalšího silného hráče e-commerce do obchodu s léky (Alza, Mall, atd.)

- Nedosažení plánovaných nákladových úspor a úspor z rozsahu
- Zhoršení vztahů s dodavateli a následný růst pracovního kapitálu
- Zásahy regulátorů
- Nevydařená zahraniční expanze
- Měnové riziko při rostoucím podílu tržeb ze zahraničí

## VALUAČNÍ METODOLOGIE

### Nedostatek srovnatelných společností brání ocenění použitím tržních násobků

Pro ocenění Pilulky jsme zvolili **tradiční metodu diskontovaných peněžních toků**. Valuace přes tržní násobky srovnatelných společností totiž naráží právě na **nedostatek srovnatelných společností**. Dva nejbližší evropští konkurenti, jejichž byznys model je postaven na podobném základu jako ten Pilulky, jsou **švýcarský Zur Rose (ROSE)** a **německý Shop Apotheke (SAE)**. Následující tabulka srovnává jejich valuaci s valuací Pilulky odvozenou od finančních metrik pro tento rok (sloupec Pilulka IPO je odvozen od metrik pro rok 2020 a platí ke dnu úpisu Pilulky):

	Pilulka IPO	Pilulka	ROSE	SAE
EV/Sales	0,64	1,42	2,14	2,62
EV/EBITDA	n.a.	281	n.a.	102,9

Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

Problém tohoto srovnání je, že Zur Rose a Shop Apotheke jsou **mnohem vyspělejší společnosti operující na nesrovnatelně větším trhu západní Evropy**. Zákaznická základna čítá 10 milionů, respektive 6 milionů klientů a tržby pro rok 2021 trh odhaduje na 46,5 mld. CZK (Zur Rose) a na 31 mld. CZK (Shop Apotheke). Pilulka samotná odhaduje pro rok 2021 přibližně 800 tis. klientů a 2,5 mld. CZK v tržbách. Trh západní Evropy je navíc integrovanější, což do budoucna **umožňuje větší škálovatelnost celého byznysu**.

### Koronavirové lockdowny a deregulace internetového prodeje Rx léčiv v Německu prudce zvedly tržní násobky ROSE a SAE

Opomenout nesmíme ani fakt, že jak Zur Rose, tak Shop Apotheke **prošly v posledních měsících značnou revaluací směrem nahoru**. Ještě počátkem roku 2020 se násobek EV/Sales pro Shop Apotheke pohyboval jen kolem 0,8x a pro Zur Rose kolem 0,6x. Důvody pro toto tržní přecenění jsou dva: **koronavirové lockdowny a deregulace internetového prodeje Rx léčiv v Německu**. Kdybychom přistoupili k ocenění prostřednictvím těchto násobků, akciím Pilulky by příslušela cena přibližně 2415 Kč za kus. Lockdowny se však už promítají také do aktuálních násobků Pilulky a Rx léky jsou jen vzdálenou budoucností, proto si nemyslíme, že by bylo takovéto ocenění relevantní.

Rozumné nám nepřijde ani ocenění na základě tržních násobků celého odvětví nebo obchodovaného trhu. Následující tabulka srovnává valuaci Pilulky s valuací indexu **Stoxx Europe Personal Drug (SETTDP)**, který obsahuje 36 evropských společností fungujících v oboru lékárenství (mimo jiné Zur Rose a Shop Apotheke) a také s valuací **pražské burzy (PSE)**:

	Pilulka	SETTDP	PSE
EV/Sales 21	1,42	2,06	2,13
EV/EBITDA 21	281	22,4	8,54

Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

V případě použití násobků EV/Sales 21 by akciím Pilulky náležela cena 2096 Kč za kus (dle indexu SETTDP), respektive 2166 Kč za kus (pražská burza). Nicméně **k použití indexu SETTDP máme stejné výhody jako k společnostem Zur Rose a Shop Apotheke**, tedy že členové tohoto indexu

operují na rozvinutějších, větších a integrovanějších trzích západní Evropy. **Pražská burza je z našeho pohledu také irelevantní kvůli jejímu složení.** Hlavní trh (Prime market) je tvořen společnostmi operujícími v tradičních vyspělých odvětvích jako finance, energetika a telekomunikace. Příznačný je pro ně pomalejší růst, vyplácení dividend a větší dluhová zátěž.

## OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

**Pilulku proto oceňujeme metodou diskontovaných peněžních toků**

Ocenění Pilulky pomocí metody diskontovaných peněžních toků je samozřejmě založeno na předpokládaném budoucím vývoji. Jelikož je však nyní Pilulka na úrovni provozního zisku ztrátová a zároveň se pokládá za růstovou společnost, **terminální hodnota má na celkovém ocenění větší váhu než je běžné u zaběhnutých společností.** Kvůli tomu jsou valuace a cílová cena akcií vysoce sensitivní na předpokládanou míru růstu v terminální hodnotě a na požadovanou návratnost vlastního kapitálu.

### WACC

**Diskontní míru pro celé období jsme stanovili na necelých 10 %**

Jako diskontní míru **používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)** stanovený na necelých 10 %. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

WACC	9,8 %
<b>Náklady cizího kapitálu</b>	<b>3,5 %</b>
Daňová sazba	19 %
Celkový dluh	90 mil. Kč
<b>Váha dluhu</b>	<b>2,5 %</b>
Bezriziková úr. míra	2 %
Beta	1,23
Upravená beta (relevered)	1,20
Equity risk premium (ERP)	5,3 %
Country risk premium (CRP)	0,6 %
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>8,95 %</b>
Tržní kapitalizace	3,7 mld. Kč
<b>Váha vlastního kapitálu</b>	<b>97,5 %</b>
<b>Přirážka za likviditu</b>	<b>1 %</b>

Zdroj: Patria Finance

Pro stanovení WACC jsme použili následující předpoklady:

- **Náklady cizího kapitálu:** průměrná efektivní úroková míra za roky 2018 a 2019 vypočtená z konsolidovaných výročních zpráv
- **Celkový dluh:** odhad managementu pro rok 2021
- **Bezriziková úroková míra:** výnos 10letého českého vládního dluhopisu
- **Beta:** převzata z databáze profesora Damodarana (průměr odvětví evropského online retailu 2017 – 2020) a upravena dle kapitálové struktury Pilulky
- **ERP a CRP:** převzaty z databáze profesora Damodarana

**Zahrnujeme malou přirážku za likviditu kvůli aukčnímu obchodovacímu systému akcií Pilulky**

Na závěr jsme přidali **přirážku za likviditu**, která odráží náš názor na diskont nutný z důvodu obchodního režimu Pilulky na pražské burze. Jak bylo řečeno v dřívější kapitole, akcie se obchodují v aukčním systému, kdy se jednou za den vypořádají všechny nákupní a prodejní pokyny. Zastáváme ale názor, že

**management Pilulky se pokusí do dvou let dostat akcie na primární trh pražské burzy, s čímž bude spojen běžný obchodovací režim a tedy i vyšší likvidita.**

## DCF MODEL

Jak bylo zmíněno, pro potřeby DCF ocenění jsme modelovali zvláště roky 2021 až 2030. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

mil. Kč	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminál
<b>Tržby</b>	<b>2495</b>	<b>2977</b>	<b>3379</b>	<b>4267</b>	<b>5092</b>	<b>5801</b>	<b>6515</b>	<b>7161</b>	<b>7683</b>	<b>7925</b>	
% růst	39%	19%	14%	26%	19%	14%	12%	10%	7%	3%	
Hrubý zisk	650	800	937	1192	1428	1632	1840	2029	2185	2261	
Hrubá marže	26,1%	26,9%	27,7%	27,9%	28,0%	28,1%	28,2%	28,3%	28,4%	28,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>13</b>	<b>61</b>	<b>95</b>	<b>148</b>	<b>187</b>	<b>225</b>	<b>266</b>	<b>308</b>	<b>346</b>	<b>374</b>	
EBITDA marže	0,5%	2,0%	2,8%	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	
<b>EBIT</b>	<b>-6</b>	<b>38</b>	<b>69</b>	<b>119</b>	<b>149</b>	<b>182</b>	<b>219</b>	<b>254</b>	<b>289</b>	<b>315</b>	
Úrokové náklady	3	4	5	5	6	7	8	9	10	11	
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Daň	0	7	12	22	27	33	40	47	53	58	
<b>Čistý zisk</b>	<b>-9</b>	<b>28</b>	<b>53</b>	<b>92</b>	<b>116</b>	<b>142</b>	<b>171</b>	<b>199</b>	<b>226</b>	<b>246</b>	
<b>NOPAT</b>	<b>-5</b>	<b>31</b>	<b>56</b>	<b>96</b>	<b>121</b>	<b>148</b>	<b>177</b>	<b>206</b>	<b>234</b>	<b>255</b>	
Odpisy a amortizace	19	22	26	29	38	43	47	54	58	60	
Kapitálové výdaje	46	54	64	67	72	74	73	69	67	61	
% tržeb	1,8%	1,8%	1,9%	1,6%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	
Změna prac. kapitálu	14	6	20	15	11	15	20	23	25	23	
<b>FCFF</b>	<b>-46</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>102</b>	<b>131</b>	<b>167</b>	<b>200</b>	<b>231</b>	<b>3492</b>
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Míra dlouhodobého růstu											3%
Diskontní faktor	0,98	0,89	0,81	0,74	0,67	0,61	0,56	0,51	0,46	0,42	
<b>Diskontovaný FCFF</b>	<b>-45</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>62</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>93</b>	<b>97</b>	<b>1471</b>
2021 – 2030											439 mil. Kč
Terminální perioda											1471 mil. Kč
<b>Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)</b>											<b>1910 mil. Kč</b>
Hotovost											190 mil. Kč
Dluh											90 mil. Kč
<b>Tržní kapitalizace</b>											<b>2010 mil. Kč</b>
<b>Cílová cena</b>											<b>804 Kč</b>
Aktuální cena											1460 Kč
<b>Upside/downside</b>											<b>-45 %</b>

Zdroj: Patria Finance

Pro období 2025 až 2030 byly použity následující předpoklady:

- **Tržby:** odhadované tržby stanoveny samostatně pro jednotlivé regiony, růst od roku 2025 je sladěn s odhadovaným vývojem trhu
- **Hrubá marže a EBITDA marže:** postupně rostoucí kvůli klesajícím jednotkovým nákladům, konsolidaci tržního podílu a úsporám z rozsahu
- **Odpisy a amortizace:** odvozeny od odhadovaného stavu dlouhodobého majetku (IT systémy a vybavení lékáren) v jednotlivých

letech, které jsou odepisovány dle aktuální vyhlášky (IT systémy 5 let; sklady 15 let)

- **Kapitálové výdaje:** stanoveny jako postupně klesající procento tržeb kvůli škálovatelnosti IT systémů, jejichž vývoj je hlavní složkou kapitálových výdajů
- **Pracovní kapitál:** modelován na základě předpokládaného růstu obratu pohledávek a závazků a klesajícího obratu zásob

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální hodnotě se ukrývá až 77 % celkové valuace společnosti.** Následující tabulka shrnuje citlivost cílové ceny Pilulky na pohyb ukazatele WACC a na pohyb míry dlouhodobého růstu:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,8%	666	695	729	766	810
	10,3%	693	726	764	807	857
	9,8%	724	761	804	854	912
	9,3%	758	801	851	909	978
	8,8%	798	848	905	974	1057

Zdroj: Patria Finance

Procentuální změna ceny je pak následující:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,8%	-17%	-14%	-9%	-5%	1%
	10,3%	-14%	-10%	-5%	0%	7%
	9,8%	-10%	-5%	0%	6%	13%
	9,3%	-6%	0%	6%	13%	22%
	8,8%	-1%	5%	13%	21%	31%

Zdroj: Patria Finance

## RIZIKA VALUACE

Hlavní riziko celého našeho ocenění vidíme v odhadu, že **provozní zisk EBITDA se postupně dostane do černých čísel a následně se tam i udrží.**

**Ani společnosti Zur Rose a Shop Apotheke nebyly schopny se stabilně udržet v černých číslech**

Náš model totiž vychází z ambiciózního předpokladu, že management dokáže Pilulku během následujících let přivést k profitabilitě prostřednictvím klesajících jednotkových nákladů, úspor z rozsahu, škálovatelnosti celého byznysu, atd. Obtížnost tohoto cíle ale asi nejlépe ilustruje **pohled do historie výše zmíněných společností Zur Rose a Shop Apotheke** a na jejich ukazatel EBITDA mezi lety 2015 až 2019:

		2015	2016	2017	2018	2019
Zur Rose	EBITDA (mil. CHF)	15,8	2,1	-21,2	-12,5	-51,1
	marže	1,9%	0,2%	-2,2%	-1,0%	-3,8%
Shop Apotheke	EBITDA (mil. EUR)	-5,3	-5,8	-8,5	-13,4	-18,3
	marže	-4,2%	-3,3%	-3,0%	-2,5%	-2,6%

Zdroj: Bloomberg, Patria Finance

Jak je vidět, **ani tyto dvě společnosti se nedokázaly během posledních pěti let dostat do plusu**, a to navzdory tomu, že operují na mnohem větším a integrovanějším trhu, o němž jsme mluvili v sekci Valuační metodologie.



**Klíčové bude udržet EBITDA marži alespoň nad 1,5 %**

**Dle našich propočtů je pro Pilulku zlomová EBITDA marže kolem 1,5 %**, u níž se pohybuje na hranici profitability a v budoucích obdobích (s vyššími odpisy) dokáže již generovat pozitivní volný cashflow. Odemknutí skutečné hodnoty si však bude vyžadovat vyšší marži. Následující tabulka ilustruje citlivost cílové ceny Pilulky na výšku EBITDA marže v roce 2030, po kterém vstupuje model do terminální periody:

		EBITDA marže v roce 2030				
		4,7%	3,7%	2,7%	1,7%	0,7%
Cílová cena		804	629	455	280	106
			-22%	-43%	-65%	-87%

Zdroj: Patria Finance

## FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2018	2019	2020E	2021F	2022F	2023F
<b>Celkové tržby</b>	<b>1033</b>	<b>1321</b>	<b>1801</b>	<b>2495</b>	<b>2977</b>	<b>3379</b>
% růst		28%	36%	39%	19%	14%
<b>Tržby online</b>	<b>727</b>	<b>960</b>	<b>1633</b>	<b>2245</b>	<b>2600</b>	<b>3002</b>
% růst		32%	70%	37%	16%	15%
Česká republika	550	690	1083	1480	1650	1792
Slovensko	177	250	450	560	650	746
Rumunsko	0	20	100	160	200	278
Maďarsko	0	0	0	45	100	186
<b>Offline (ČR)</b>	<b>348</b>	<b>450</b>	<b>240</b>	<b>330</b>	<b>470</b>	<b>487</b>
% růst		29%	-47%	38%	42%	4%
<b>Konsolidace</b>	<b>-42</b>	<b>-89</b>	<b>-72</b>	<b>-80</b>	<b>-93</b>	<b>-110</b>

Profitabilita	2018	2019	2020E	2021F	2022F	2023F
<b>Hrubý zisk</b>	<b>267</b>	<b>345</b>	<b>538</b>	<b>650</b>	<b>800</b>	<b>937</b>
Hrubá marže	25,8%	26,1%	29,8%	26,1%	26,9%	27,7%
<b>EBITDA</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>28</b>	<b>13</b>	<b>61</b>	<b>95</b>
EBITDA marže	-2,8%	-2,7%	1,6%	0,5%	2,0%	2,8%
<b>Čistý zisk</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>-9</b>	<b>28</b>	<b>53</b>
Čistá marže	n.a.	n.a.	n.a.	-0,4%	0,9%	1,6%

Rozvaha	2018	2019	2020E	2021F	2022F	2023F
<b>Aktiva</b>	<b>306</b>	<b>325</b>	<b>377</b>	<b>414</b>	<b>500</b>	<b>638</b>
Dlouhodobý majetek	68	85	122	135	153	173
Oběžná aktiva	238	240	255	278	348	466
<b>Pasiva</b>	<b>306</b>	<b>325</b>	<b>377</b>	<b>414</b>	<b>500</b>	<b>638</b>
Vlastní kapitál	16	30	17	1	9	50
Celkový dluh	82	76	65	87	104	129
Závazky z obch. styku	201	210	286	318	377	449

\*hodnoty pro rok 2020 jsou odvozeny z prospektu IPO a budou aktualizované spolu s konsolidovanou zprávou za rok 2020

Cashflow	2018	2019	2020E	2021F	2022F	2023F
NOPAT	n.a.	n.a.	n.a.	-5	31	56
Daňová sazba	n.a.	n.a.	n.a.	19%	19%	19%
Odpisy a amortizace	n.a.	n.a.	n.a.	19	22	26
Kapitálové výdaje	34	34	29	46	54	64
Pracovní kapitál	24	13	-23	-9	-3	17
Volný cashflow (FCFF)	n.a.	n.a.	n.a.	-46	-7	-2

\*hodnoty pro rok 2020 jsou odvozeny z prospektu IPO a budou aktualizované spolu s konsolidovanou zprávou za rok 2020

Valuace	2018	2019	2020E	2021F	2022F	2023F
EV/Sales	1,85	1,45	1,06	0,77	0,64	0,57
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	58,7	151,2	31,5	20,1
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	71,5	38,2

## DISCLAIMER

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance  
Jungmannova 745/24  
110 00 Praha 1  
Česká republika  
+420 221 424 111  
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti  
Jungmannova 745/24  
110 00 Praha 1  
Česká republika  
+420 221 424 151  
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti  
Jungmannova 745/24  
110 00 Praha 1  
Česká republika  
+420 221 424 109  
regulovaná ČNB

Patria - Research  
Jungmannova 745/24  
110 00 Praha 1  
Česká republika  
+420 221 424 128  
regulovaná ČNB

### Informace pro klienty skupiny Patria

#### Právní upozornění týkající se prezentace investičních doporučení Skupina Patria:

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Část oddělení vypracovávající investiční doporučení zahrnuje analytiky: Martin Cák, Michal Křikava, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Tato analýza vznikla s podporou Burzy cenných papírů Praha, a.s. (Research Support Program).

#### Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation, MBV) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – (i) ohodnocení potenciálního růstu a (ii) identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningu se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Patria Finance používá pouze své proprietární modely, jejichž popis je součástí textu analýzy.

Datum a čas uvedené komunikace jsou shodné s datem a časem dokončení a vytvoření investičního doporučení a datem a časem prvního zveřejnění. Doporučení je vytvořeno v datu a čase zveřejnění, a pokud není uvedeno jinak, vztahuje se pouze k časovému období následujícímu bezprostředně po zveřejnění. Patria Finance neaktualizuje doporučení v žádný předem stanovený čas ani v předem stanovené frekvenci. Patria Finance bude provádět aktualizace doporučení pokrývaných firm na základě specifického vývoje dané společnosti, oznámení, tržních podmínek či jakýchkoli dalších veřejně dostupných informací.

#### Investiční doporučení Definice

KOUPIT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) 10 % a více během období 6 měsíců
AKUMULOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi 0 % a 15 % během období 6 měsíců
DRŽET	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -5 % a 5 % během období 6 měsíců
REDUKOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -15 % a 0 % během období 6 měsíců
PRODAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) -10 % a hůře během období 6 měsíců

Vzhledem k vnějším faktorům a v mimořádných situacích může Patria Finance použít i doporučení jako: AKCEPTOVAT NABÍDKU, V REVIZI, POZASTAVENO apod.

Sektor	Doporučení (datum, cílová cena)
<b>Financials</b>	
Erste Bank	26.8.20 (Koupit; EUR 26), 2.4.20 (V revizi), 17.10.17 (Akum; EUR 39), 14.3.16 (Akum; EUR 26.5), 21.9.15 (Koupit; EUR 30), 30.4.15 (Koupit; EUR 28), 26.1.15 (Koupit; EUR 24)
Komerční Banka	3.6.20 (Koupit; CZK 715), 2.4.20 (V revizi), 30.4.19 (Akum; CZK 990), 28.6.18 (Akum; CZK 980), 8.11.16 (Redukovat; CZK 820), 3.11.16 (v revizi), 14.3.16 (Koupit; CZK 1 140*), 23.11.15 (Koupit; CZK 1 170*), 30.4.15 (Držet; CZK 1 120*)
Vienna Insurance Group	1.9.16 (Držet; EUR 18.5), 22.10.15 (U/R), 19.9.14 (Držet; EUR 39.5), 19.8.13 (Akum; EUR 42.5), 28.1.13 (Držet; EUR 37.5), 7.12.12 (Držet; EUR 40)
Moneta	4.6.20 (Koupit; CZK 72), 2.4.20 (V revizi), 22.11.19 (Koupit; CZK 86), 25.3.19 (Koupit; CZK 83), 2.5.18 (Koupit; CZK 86.8), 6.5.16 (Koupit; CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	2.4.20 (V revizi), 8.1.20 (Akum; HUF 15,500), 26.6.19 (Akum; HUF 12,501)
* zohledněn split 1:5 (přepočítáno)	
<b>Telecoms</b>	
O2CR	27.04.20 (KOUPIT; CZK 259), 11.3.19 (Akumulovat; CZK 249), 5.6.18 (Držet; CZK 250), 6.2.17 (Koupit; CZK 286), 28.7.16 (Koupit; CZK 265), 23.2.16 (Koupit; CZK 301), 22.10.15 (U/R)
<b>Utilities</b>	
CEZ	8.4.20 Koupit; CZK 545), 12.7.18 (Redukovat; CZK 526), 17.3.17 (Redukovat; CZK 395), 15.10.15 (Akum; CZK 555), 10.4.14 (Držet; CZK 625), 23.3.14 (Držet; CZK 600), 12.2.14 (Držet; CZK 600)
<b>Consumer Staples</b>	
Philip Morris	30.9.20 (V revizi), 8.10.19 (Akum; CZK 15 200), 13.10.15 (Držet; CZK 11 850), 17.2.15 (Akum; CZK 11 000), 17.10.14 (Koupit; CZK 11 000), 19.9.14 (Akum; CZK 11 000),
Pegas Nonwovens	9.2.16 (Akum; CZK 800), 30.9.15 (Suspended), 15.5.15 (Akum; CZK 800), 14.3.14 (Akum; CZK 664), 20.1.14 (Držet; CZK 560)
Pilulka	30.3.21 (Prodat; CZK 804)
<b>IT</b>	
CD Projekt	21.12.20 (Koupit; PLN 303), 15.1.20 (Prodat; 229), 18.12.2019 (V revizi), 15.05.19 (Prodat; PLN 159), 28.6.18 (Držet; PLN 149), 9.4.18 (Koupit; PLN 133)
Avast	22.9.20 (Držet GBp 496), 26.2.20 (Akumulovat GBp 478), 3.10.19 (Koupit; GBp 440), 24.9.18 (Koupit; GBp 333)
<b>Consumer Cyclical</b>	
CETV	6.11.19 (Držet; USD 4.58), 13.8.19 (Redukovat; USD 4.22), 19.2.19 (Akumulovat; USD 3.7), 1.11.13 (Prodat; USD 1.9), 3.5.13 (Prodat; USD 3.1), 8.3.13 (Prodat; USD 4.6), 1.12.12 (Prodat; USD 5.3)

Investiční doporučení Patria Finance je možné rovněž nalézt na [www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html](http://www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html)

### Konflikt zájmů:

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria Finance nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do konfliktu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz. Taková situace se zatím nevyskytla.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční typy analytiků Patria Finance. Doporučení makléřů Patria Finance či jiných jejích zaměstnanců ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonzistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách. Investoři by proto měli tuto konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria Finance analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzu investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Analytici nepřijímají pobídky od těch, subjektů, které mají zájem na předmětu investičního výzkumu. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci "Dokumenty", v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

### Společnost

### Střet zájmů

PINK CP

Investiční doporučení	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	50,0%	0,00%
AKUMULOVAT	8,3%	0,00%
DRŽET	16,7%	0,00%
REDUKOVAT	0,0%	0,00%
PRODAT	8,3%	0,00%

Část analytického týmu vytvářející investiční doporučení je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

### Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných analýzách.

Autor analýzy, která je vám komunikována, prohlašuje, že na svém účtu nevládní finanční instrument, jenž je předmětem analýzy.

### Rizika a další všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit nebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

### Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

