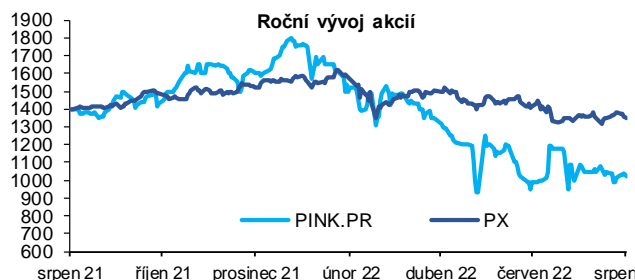


Pilulka Lékárny a.s.

Doporučení: Držet

mil. Kč*	2021	2022e	2023e	2024e	
Tržby	2,380	2,709	3,257	3,860	
EBITDA	20.9	39.6	62.8	95.0	
EBIT	-14.0	3.9	20.2	46.7	
Čistý zisk po minoritách	-25.5	-7.1	9.0	31.5	
Celková aktiva	589.1	550.5	611.2	689.2	
Čisté zadlužení	-50.3	-4.6	19.3	23.0	
Zisk na akcii (základní, Kč)	-10.3	-2.8	3.6	12.6	
Vlastní kapitál na akcii (Kč)	81.8	78.9	82.5	95.1	
Dividenda na akcii (Kč)	0.0	0.0	0.0	0.0	
EV/EBITDA (x)	119.6	64.3	40.9	27.1	
P/E (základní, x)	-99.3	-361.2	284.5	81.0	
P/BV (x)	12.5	12.9	12.4	10.7	
Dividendový výnos	0.0	0.0	0.0	0.0	
Aktuální cena (k 18.8.2022, Kč)	1020	Reuters	PINK.PR	Free float	30%
Počet vydaných akcií (mil.)	2.5	Bloomberg	PINK	Největší akcionář**	Martin Kasa 17%, Petr Kasa 17%
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	2,550.0	Div. ex-datum	Bez dividend	Homepage	www.pilulka.cz
Enterprise value (mil. Kč)	2,499.7	Cílová cena:	1072		



Výkonnost	1 R	YTD	6 M	1 M
v Kč	-27.1%	-39.5%	-32.9%	-3.8%

*Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na závěrečné ceně akcií k 18.8.2022 Index PX reindexován k cenám Pilulky; ** Odhad ČS na základě IPO prospektu a následných transakcí

Analytik:

Jan Šafránek
+420 956 765 234
jsafranek@csas.cz

Editor:

Petr Bártek
(analytik)

Aktualizujeme ocenění akcií online lékárny Pilulka Lékárny s ponechaným doporučením Držet a snížením roční cílové ceny na 1072 Kč/akcii z 1385 Kč/akcii, stanovené kombinací modelu DCF-FCFF (60% váha) a odvětvového srovnání (40% váha).

Doporučení Držet ponecháváme i přes snížení cílové ceny v důsledku poklesu našich odhadů hospodaření a poklesu oceňovacího násobku v rámci odvětvového srovnání, jelikož pokles ceny akcií Pilulky snížení našich odhadů již reflektuje.

Pro letošní rok snižujeme výhled odhadu růstu tržeb o 9% na 2,7 mld. Kč (meziroční růst +14%) a odhad EBITDA zisku snižujeme z 53 na 40 mil. Kč (meziroční růst z 29 mil.). Snížení odhadů vyplývá ze silnějšího než původně očekávaného postpandemického ochlazení celkového e-commerce trhu včetně lékárenského segmentu a doprovodného negativního vlivu vysoké inflace na spotřebitelskou poptávku a náklady firmy.

Nižší cílová cena vyplývá vedle snížení našich odhadů cca z poloviny také z poklesu ocenění v odvětví, resp. poklesu oceňovacích násobků u srovnávacích firem Zur Rose a Shop Apotheke a částečně také z růstu diskontní sazby v rámci DCF modelu s růstem úrokových sazeb ČNB a výnosů státních dluhopisů ČR.

Na druhé straně nepříznivý makroekonomický vývoj nižší ocenění akcií už podle nás reflektuje a **ponecháváme si náš výhled na dlouhodobě pozitivní trend rostoucího online lékárenského trhu ve dvouciferných hodnotách v ČR i na Slovensku a na rostoucí tržní postavení v Rumunsku, z čehož by měla firma těžit růstem tržeb, my odhadujeme růst kolem 17% CAGR v dalších pěti letech.** Další růst tržeb by měla podpořit také expanze na trhy v Rakousku a Maďarsku, jež firma na letošek plánuje. Kvůli zvýšeným investicím to na druhé straně oddálí dosažení kladného volného cash flow pro akcionáře, které nyní očekáváme o rok později v roce 2024.

Shrnutí výsledků za rok 2021 a první polovinu 2022

Tržby v roce 2021 rostly meziročně o silných 35% na 2 413 mil. Kč (bez zahrnutí tržeb v rámci franšizové sítě ve výši 1,2 mld. Kč), tažené velmi silným růstem online prodejů v ČR o 61% díky pandemické vlně v první polovině roku. Růst na Slovensku byl bez tohoto vlivu pomalejší než v ČR a blíže „normalizované“ úrovni růstu kolem 20%. Růst v Rumunsku na úrovni přes 50% při budování tržní pozice z nízkého základu byl slabší než jsme čekali, s negativním dopadem restriktivních opatření na expanzi.

EBITDA zisk se s vyššími tržbami zvýšil na 29 mil. Kč s EBITDA marží 1,2%. V rámci ČR přesáhl 44 mil. Kč s už solidní marží 2,4%. Čistý výsledek hospodaření skončil s obdobnou ztrátou jako loni na úrovni -25,7 mil. Kč vlivem zejména vyšších odpisů a oprávek (zde byl podstatný jednorázový vliv odpisu konsolidačního rozdílu z nákupu zbývajících 30% podílu v rumunské pobočce). Z hlediska zemí výsledek nepřekapivě táhlo dolů Rumunsko, zatímco zisk v rámci ČR byl (dle naší kalkulace po očištění o vnitropodnikové transakce) na úrovni 20 mil. Kč a na Slovensku ve ztrátě něco pod 1 mil. Kč.

Provozní cash flow ukazuje zlepšení s růstem na 24,7 mil. Kč z 7,4 mil. Kč. Kapitálové investice meziročně výrazně narostly na 82 mil. Kč z 28 mil. Kč, kdy společnost investovala zejména do rozšiřování stávajících skladovacích kapacit a do nového skladu poblíž Olomouce, jež má pomoci k expresní obsluze zákazníků na Moravě. Loni firma provedla také investice v rámci startupového akcelérátoru Pilulka Lab investovala do firem Carebot a Blocks k naplnění vize na diverzifikaci aktivit v rámci zdravotnictví také více směrem ke službám.

Konsolidované výsledky hospodaření za rok 2021

Konsolidováno (CZK, mn)	2020	2021	r/r	ČS odhad	Reportováno
				2021e	vs. odhad ČS
Tržby	1792,0	2413,0	34,7%	2405,0	0,3%
Výkonová spotřeba	1582,0	2142,7	35,4%	2178,2	-1,6%
Osobní náklady	166,6	224,1	34,5%	192,2	16,6%
EBITDA zisk	16,1	29,0	80,1%	26,6	9,0%
Provozní zisk	1,1	-14,0	n.m.	3,9	n.m.
Čistý zisk	-25,6	-25,7	49,5%	-3,8	n.m.
EBITDA marže	0,9%	1,2%	0,3%	1,1%	0,1%
Provozní marže	0,1%	-0,6%	-0,6%	0,2%	-0,7%
Čistá marže	-1,4%	-1,1%	0,4%	-0,2%	-0,9%

Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research

Tržby dle zemí

(CZK, mn)	2020	2021	r/r
Česko	1326,9	1815,7	36,8%
online	809,7	1302,0	60,8%
kamenné lékárny	436,3	406,0	-6,9%
Slovensko	405,6	490,0	20,8%
Rumunsko	47,7	74,2	55,7%

Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research

Za první polovinu letošního roku zpomalil růst tržeb mírně pod 10% na 1,3 mld. Kč, kdy se na nižším tempu projevil vliv vysoké srovnávací základny z loňského prvního kvartálu s pandemickou vlnou, která se letos nekonala a tudíž výrazně klesly prodeje „pandemického“ zboží. Růst ve druhém kvartále nicméně

opět akceleroval na úroveň téměř 30%, což kompenzovalo pokles v prvním kvartále. To považujeme za pěkný výsledek obzvláště s přihlédnutím k poklesu celkového online maloobchodu v ČR za první polovinu roku s letošním vyrcháváním pozitivního pandemického efektu a inflačními tlaky na kupní sílu spotřebitelů.

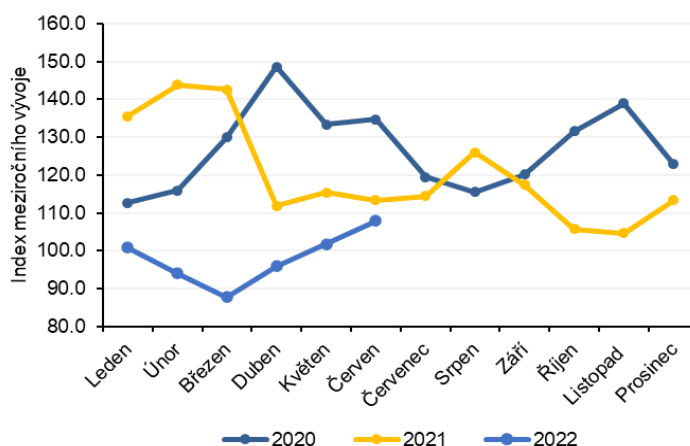
Tržby za 1H22 jsou tak asi na 46% výhledu managementu pro celý rok na úrovni 2,8 mld. Kč (+16% meziročně). To podporuje celoroční výhled firmy, když druhá polovina roku bývá sezónně silnější (hlavně díky „vánočnímu“ 4Q).

Naše minulé odhady (z doby před vypuknutím konfliktu na Ukrajině) se nicméně ve světle vývoje makroekonomického prostředí (ceny energií, zesílení inflace,..) ukazují příliš optimistické, kdy jsme odhadovali pro rok 2022 růst tržeb o 23%. Aktuálně tak **snížíme letošní odhad růstu tržeb na 14% směrem k 2,7 mld. Kč.**

Vývoj trhu a konkurence v ČR

Růst tržeb Pilulky v prvním pololetí letošního roku zpomalil zejména díky slabému prvnímu kvartálu s poklesem celkových maloobchodních prodejů přes internet, jak naznačují data ČSÚ, kdy prodeje klesly meziročně nejhouběji v březnu kolem 13%, v reálném vyjádření pak ke 20%. V dalších měsících nastal trendový obrat vzhůru s poklesem vlivu vysoké srovnávací základny z roku 2021 (žlutá linka) a návratem růstu k hodnotám alespoň 10%, což by dle dlouhodobých trendů mělo být minimální dosažitelné střednědobé tempo růstu celkového e-commerce (průměrný růst za posledních pět let byl na úrovni 18%). U lékárenského a zdravotního zboží pak nadále odhadujeme ještě vyšší tempo růstu, vzhledem k nižší online penetraci těchto kategorií (kolem 13-14%, dle dat ČSÚ) než například u potravin a jídla (20%) či oblečení (38%).

Index meziročního růstu maloobchodních tržeb v ČR přes internet

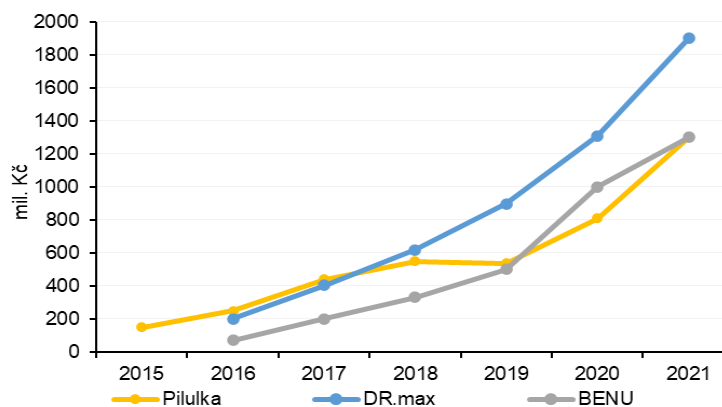


Zdroj: ČSÚ, ČS Research

Podle oznámených údajů firem rostly online tržby Pilulky v roce 2021 s tempem přes 60% rychleji, než u největších konkurentů Dr.Max a Benu (kolem 30%). Pilulka tak v roce 2021 dosáhla podobných online tržeb v ČR jako Benu, jež je i druhou největší kamennou lékárenskou sítí u nás, zatímco na prvním místě se drží největší „kamenný“ hráč Dr.Max. Je nicméně třeba uvést, že u této konkurence je online objednané zboží s převážnou většinou vyzvedáváno na prodejnách, zatímco u Pilulky převažuje zásilkové dodání.

Čísla celkově ukazují, že nadále silně rosti celý online lékárenský trh, jenž by měl mít potenciál na dvouciferný růst i v dalších letech, i když se nedají již čekat tempa z „pandemických let“ 2020 a 2021 - v případě, že nenastane další pandemie.

Vývoj online tržeb Pilulky, Benu a Dr.Max v ČR



Zdroj: Reuters, Česká spořitelna Research

Změny v odhadech hospodaření Pilulky

V návaznosti na oznámené tržby za první polovinu roku a makroekonomický vývoj v ČR a dalších zemích jsme **snížili naše odhady** na letošní i střednědobou úroveň tržeb cca o 10%. Management nekomentoval vývoj marže během prvního pololetí, očekáváme nicméně zvýšení negativního vlivu nákladové inflace (materiály, energie, nájmy,..) a spolu s nižšími očekávanými tžbami a tedy i nižším efektem provozní páky, snižujeme také odhady na provozní i čistou marži. Management letos plánuje vstoupit na trhy v Maďarsku a Rakousku, což je faktor zvyšující náklady, pro nás nicméně v tuto chvíli obtížněji kvantifikovatelný, takže proti našim odhadům může být riziko u marží spíše směrem dolů.

Letos celkově očekáváme asi 14% meziroční růst tržeb na 2,7 mld. Kč, 35% růst EBITDA zisku na 40 mil. Kč, čistý výsledek pak očekáváme stále ve ztrátě, oproti předchozímu odhadu kladného výsledku kolem 15 mil. Kč.

Dosažení zisku na čisté úrovni a kladného volného cash flow se v našich odhadech posunulo o jeden rok do r. 2023 resp. 2024. Nadále si nicméně myslíme, že firma má potenciál na růst ziskovosti ve střednědobém až dlouhodobém horizontu ke 3-4% EBITDA marži, kdy v roce 2021 byla EBITDA marže v ČR už na solidních 2,4%. Růst ziskovosti by měl být tažen růstem tržeb s pozitivními dlouhodobými trendy rostoucího e-commerce a online penetrace v oblasti lékárenského a zdravotního zboží. Do roku 2026 tak odhadujeme růst tržeb tempem 17% CAGR.

	2022e			2023e			2024e		
	předchozí	nový	změna	předchozí	nový	změna	Předchozí	nový	změna
Tržby	2969	2709	-9%	3570	3257	-9%	4279	3860	-10%
EBITDA	53	40	-25%	91	63	-31%	132	95	-28%
EBITDA marže	1.8%	1.5%	-0.003	2.5%	1.9%	-0.006	3.1%	2.5%	-0.006
Čistý zisk	15	-7	n.m.	46	9	-80%	73	31	-58%

Zdroj: Pilulka, ČS Research

Ocenění

Naše ocenění na základě 60% váhy modelu DCF-FCFF a 40% váhy odvětvového srovnání implikuje pro akcie Pilulky **dvanáctiměsíční cílovou cenu 1072 Kč/akcii**, což je o 22% níže, než naše předchozí ocenění.

Shrnutí ocenění

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/Tržby	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	1007	1169	1072
Váha ocenění	60%	40%	100%

Zdroj: Pilulka, ČS Research

Metoda diskontovaných peněžních toků

DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 1007 Kč na akcii, s očekávaným růstem tržeb kolem 17% CAGR na stávajících trzích (ČR, SR, Rumunsko) do roku 2026 a růstem EBITDA marže ke 3,5% zejména díky relativnímu poklesu podílu osobních a marketingových nákladů, úsporám z rozsahu a efektu provozní páky. Od roku 2024 odhadujeme kladné FCFF a jeho růst k 230 mil. Kč na konci druhé fáze výhledu v roce 2031.

DCF ocenění je založeno na třífázovém DCF-FCFF modelu s:

- Detailními odhady FCFF pro roky 2022-2026 v první fázi
- Trendovým výhledem růstu tržeb a marže pro následujících pět let
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve třetí fázi
- Modelově vycházíme z očekávané úrovně rozvahy ke konci roku 2021 (50 mil. Kč očekávané čisté hotovosti)

Hlavní předpoklady pro DCF model:

- **Bezriziková výnosová míra 4,5% pro první fázi** na základě výhledu na průměrný výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů ČR v tomto období, a 3% **pro druhou fázi a perpetuitu**.

- **Beta faktor 1,2 pro první fázi**, beta 1,1 pro druhou fázi a 1,0 pro perpetuitu vzhledem k očekávanému dosažení dospělosti odvětví.

- **Riziková prémie** stanovená jako vážený průměr premií pro jednotlivé země (ČR, SR, Rumunsko) používaných standardně v rámci skupiny Erste. Váhy jsou očekávané tržby z jednotlivých zemí. Pro ČR a SR je použita riziková prémie 5,95% v prvních dvou fázích a 5,8% pro perpetuitu. Pro Rumunsko je použita riziková prémie 7,45% pro první dvě fáze a 7,0% pro perpetuitu. Váhy v perpetuitě činí 50% ČR, 30% SR a 20% Rumunsko.

- **Průměrné náklady cizího kapitálu 5%**

- **Efektivní daňová sazba 0% do roku 2024** díky očekávanému uplatnění daňových ztrát z minulých let, následně 19% od roku 2025

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 19.srpna 2022

- **Trendový růst tržeb ve druhé fázi 10% ročně** na základě očekávaného zpomalení růstu e-commerce, při pokračujícím růstu podkladových trhů lékárenského a zdravotního zboží v nižších jednotkách procent.

- **3,0% dlouhodobý růst v perpetuitě.**

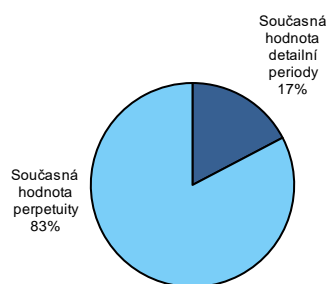
Výpočet WACC

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Perpetuita
Bezriziková výnosová míra	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Riziková prémie akcií	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Beta faktor	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
Náklady vlastního kapitálu	11.7%	11.8%	11.8%	11.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.1%
Náklady cizího kapitálu	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Efektivní daňová sazba	0.0%	0.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	5.0%	5.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
Váha vlastního kapitálu	99%	98%	98%	98%	95%	94%	92%	90%	88%	85%
WACC	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	9.4%	9.4%	9.3%	9.1%	9.0%	8.3%

DCF valuace

(CZK mil.)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Normalizované
Růst tržeb	20%	19%	17%	14%	10%	10%	10%	10%	10%	3.0%
EBIT	20	47	70	114	143	176	214	258	309	327
EBIT marže	0.6%	1.2%	1.5%	2.2%	2.5%	2.8%	3.1%	3.4%	3.7%	3.8%
Efektivní daňová sazba	0.0%	0.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Daň z EBIT	0.0	0	-13	-22	-27	-33	-41	-49	-59	-62
NOPLAT	20	47	56	93	116	142	173	209	250	265
+ Odpisy	40	46	52	58	63	75	79	82	84	87
<i>Kapitálové investice / Odpisy</i>	162%	154%	148%	143%	136%	116%	113%	111%	111%	101%
+/- Změny pracovního kapitálu	-10	-13	-15	-17	-14	-12	-11	-12	-10	-2
<i>Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb</i>	-1.8%	-2.1%	-2.3%	-2.6%	-2.8%	-2.2%	-1.7%	-1.7%	-1.4%	-1.0%
- Kapitálové investice	-65	-71	-77	-83	-85	-87	-89	-91	-94	-88
Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)	-15	9	17	51	79	118	152	189	231	262
<i>Růst v perpetuitě</i>										3.0%
Hodnota perpetuity										5,043
Diskontní faktor	0.90	0.80	0.72	0.64	0.59	0.54	0.49	0.45	0.41	0.38
Diskontované cash flow - k datu 31.12.2022e	-13	7	12	33	46	63	75	85	95	1,924
Enterprise value - 31.12.2022e	2,290									
Minority	0									
Neprovozní aktiva	0									
Cistý dluh - 31.12.2022e	-5									
Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2022e	2,295									
Počet akcií (mil.)	2.5									
Náklady vlastního kapitálu	11.7%									
12M cílová cena (CZK)	1,007									
Aktuální cena akcie (CZK) (k 18.08.2022)	1,030									
Potenciál růst + / poklesu -	-2%									

Rozložení Enterprise value



Senzitivita (na akcii) :

		EBIT marže v terminální hodnotě				
		2.8%	3.3%	3.8%	4.3%	4.8%
WACC	7.3%	933	1,072	1,211	1,350	1,489
	7.8%	850	974	1,098	1,222	1,346
	8.3%	783	895	1,007	1,119	1,231
	8.8%	728	829	931	1,033	1,135
	9.3%	681	774	867	961	1,054
		Růst v terminální hodnotě				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	7.3%	1,007	1,098	1,211	1,353	1,538
	7.8%	931	1,007	1,099	1,211	1,353
	8.3%	867	931	1,007	1,099	1,211
	8.8%	813	867	931	1,007	1,099
	9.3%	766	813	867	931	1,007

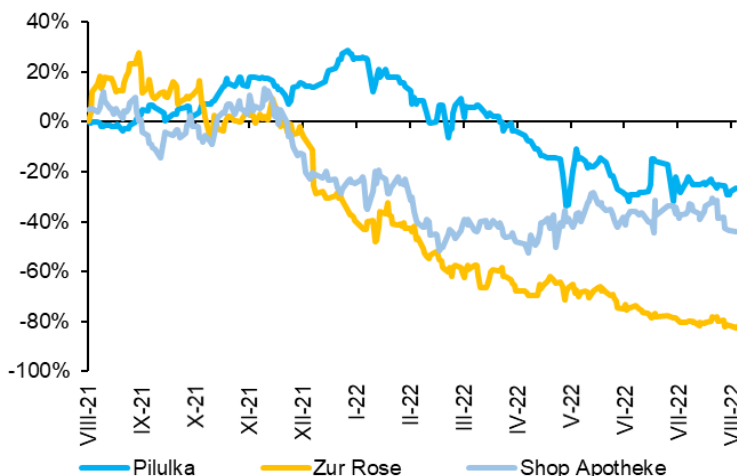
Zdroj: Česká spořitelna Research

Odvětvové srovnání

Akcie Pilulky za poslední rok oslabují asi o 25%, srovnávané online lékárny Zur Rose a Shop Apotheke jsou na tom nicméně ještě hůře s poklesem kolem 80% resp. 40%. U všech firem se podepsalo postpandemické ochlazení růstu e-commerce, inflační tlaky jak na nákladové straně, tak z hlediska tlaku na pokles kupní síly spotřebitelů, v neposlední řadě také rostoucí úrokové sazby, které tlačí ocenění níže.

U Pilulky je nicméně dynamika poklesu nižší, což je i opodstatněné lepší provozní výkonností, kdy ostatní firmy mají nadále problémy zejména s opakovaným zaostáváním marží za odhady resp. negativním EBITDA ziskem, zejména Zur Rose. To souvisí i se zvýšenými náklady na přípravu firem na zavedení povinných e-receptů na předpisové léky v Německu (klíčový trh pro obě firmy), na druhé straně to pro ně do budoucna vytváří potenciál na vyšší růst tržeb, kdy na stávajících, ani plánovaných (Rakousko, Maďarsko) trzích Pilulky není online prodej předpisových léků povolen.

Výkonnost akcií za poslední rok



Zdroj: Reuters, Česká spořitelna Research

Průměrné ocenění srovnávací skupiny lékáren se na základě výše zmíněného oproti našemu minulému reportu v únoru snížilo asi o 25% na 0,9násobek EV/Tržby pro rok 2022. Akcie Pilulky se vůči této hodnotě obchodují s premii kolem 6%, což nepovažujeme za excesivní, vzhledem k výrazně lepší provozní marži Pilulky a podobnému (jako u Shop Apotheke) či výrazně vyššímu (než u ZuR Rose) očekávanému letošnímu růstu tržeb.

V rámci ocenění prostřednictvím odvětvového srovnání tedy aplikujeme vyšší násobek, než činí průměr srovnávací skupiny firem, a to na úrovni 1,0x EV/Tržby, jež vztahujeme k očekávaným tržbám a čistému zadlužení Pilulky v roce 2022e a **dostáváme dvanáctiměsíční cílovou cenu Pilulky pro odvětvové srovnání na úrovni 1169 Kč/akcii.**

Ocenění Pilulky na základě násobku EV/Tržby

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 19.srpna 2022

Aplikovaný násobek EV/Tržby pro 2022

Očekávané tržby v 2022 (mil. Kč)

Implikovaná EV v 2022 (mil. Kč)

Odhadovaný čistý dluh v 2022 (mil.Kč)*

Implikovaná tržní kapitalizace (mil. Kč)

Počet akcií (mil.)

Náklady vlastního kapitálu

Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)

* záporná hodnota znamená čistou hotovostní pozici

1.0

2709

2709

-5.0

2714

2.5

11.7%

1169

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna Research

Vybrané ukazatele v rámci odvětvového srovnání

	P/S				EV/Tržby				P/E				EV/EBITDA			
	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e
Zur Rose	0.4	0.4	0.3	0.2	0.6	0.6	0.5	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	25
Shop Apotheke	1.4	1.2	0.9	0.7	1.4	1.2	1.0	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	719	n.m.	n.m.	56	24
Průměr	0.9	0.8	0.6	0.5	1.0	0.9	0.8	0.6	n.m.	n.m.	n.m.	719	n.m.	n.m.	56	25
Pilulka Lékárny	1.1	1.0	0.8	0.7	1.1	1.0	0.8	0.7	n.m.	n.m.	361	88	124	67	43	28
Prémie/diskont vůči průměru	27%	26%	34%	43%	14%	6%	7%	11%	n.m.	n.m.	n.m.	-88%	n.m.	n.m.	-24%	14%
	EBITDA MARŽE				CAGR											
	2021	2022e	2023e	2024e	Tržby 2022-25e											
Zur Rose	-7.2%	-5.2%	-1.9%	1.8%	22.4%											
Shop Apotheke	-3.7%	-1.1%	1.7%	3.3%	25.9%											
Průměr	-5.4%	-3.1%	-0.1%	2.5%	22.4%											
Pilulka Lékárny	0.9%	1.5%	1.9%	2.5%	17.2%											
Prémie/diskont vůči průměru (p.b.)	6.3	4.6	2.0	-0.1	-5.1											

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna Research

Tabulky

Výsledovka	2020	2021	2022e	2023e	2024e
(CAS, mil. Kč, 31/12)					
Tržby	1,780	2,380	2,709	3,257	3,860
Výkonová spotřeba	1,582	2,143	2,419	2,905	3,432
Osobní náklady	167	224	258	296	341
Ostatní příjmy	6	32	32	32	32
Ostatní náklady	15	25	25	25	25
EBITDA	22	21	40	63	95
Odpisy a amortizace	19	23	33	40	46
EBIT	1	-14	4	20	47
Finanční příjmy	1	1	1	1	1
Finanční náklady	27	12	12	12	13
Zisk před zdaněním	-25	-25	-7	9	35
Daně	1	1	0	0	3
Čistý zisk	-26	-26	-7	9	31
Zisk připadající na minoritní podíly	-4	0	0	0	0
Čistý zisk po minoritách	-22	-25	-7	9	31
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10	-10	-3	4	13
Rozvaha					
(CAS, mil. Kč, 31/12)					
Hmotná a nehmotná aktiva	89	145	175	200	225
Kladný konsolidační rozdíl	29	26	24	22	19
Záporný konsolidační rozdíl	-1	-1	-1	0	0
Finanční aktiva	0	4	4	4	4
Dlouhodobá aktiva	117	175	203	226	248
Zásoby	91	155	133	156	181
Krátkodobé pohledávky	155	185	182	210	239
Hotovost	132	72	31	17	18
Oběžná aktiva	378	412	345	383	438
Časové rozlišení aktivní	4	2	2	2	2
CELKOVÁ AKTIVA	498	589	551	611	689
Vlastní kapitál	228	204	197	206	238
Menšinové podíly	-10	0	0	0	0
Cizí zdroje	280	384	353	404	451
Rezervy	6	15	15	15	15
Závazky	274	369	338	389	436
Dlouhodobé závazky	3	21	21	21	21
Krátkodobé závazky	271	348	316	368	414
z toho závazky k úvěrovým institucím	25	21	26	36	41
Časové rozlišení pasivní	0	1	1	1	1
CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ	498	589	551	611	689
Výkaz finančních toků					
(CAS, mil. Kč, 31/12)					
Provozní cash flow	7	25	18	41	67
Investiční cash flow	-28	-82	-63	-65	-71
Finanční cash flow	142	-3	5	10	5
Změna hotovosti	122	-60	-41	-14	1
Marže a poměrové ukazatele					
2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Růst tržeb	43.7%	33.7%	13.8%	20.2%	18.5%
EBITDA marže	1.3%	0.9%	1.5%	1.9%	2.5%
EBIT marže	0.1%	-0.6%	0.1%	0.6%	1.2%
Čistá marže	-1.2%	-1.1%	-0.3%	0.3%	0.8%
ROE	-9.6%	-12.5%	-3.6%	4.3%	13.2%
Podíl vlastního kapitálu	45.7%	34.7%	35.8%	33.7%	34.5%
Čistý dluh	-107	-50	-5	19	23
Dluh k vlastnímu jmění	12.2%	20.9%	24.2%	28.0%	26.4%
Celkový investovaný kapitál	256	247	245	264	301

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal Škořepa	+420/956 765 192 +420/956 765 172	jpolansky@csas.cz mskorepa@csas.cz
Akciový tým: Head, Utilities, F&B, O2 CR Světové trhy, Philip Morris ČR Světové trhy	Petr Bártek Jan Šafránek David Vantruba	+420/956 765 227 +420/956 765 218 +420/956 765 343	pbartek@csas.cz jsafranek@csas.cz dvantruba@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský Tereza Hrtúsová Radek Novák	+420/956 718 013 +420/956 718 012 +420/956 718 015	tkozelsky@csas.cz thrtusova@csas.cz radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz



@Research_sporka

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director Group Positioning Markets Strategist	Petr Valenta Robert Novotný Miroslav Plojhar	+420/956 765 821 +420/956 765 817 +420/956 765 520	petrvalenta@csas.cz rnovotny@csas.cz mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Píček	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales Institutional Equity Sales Institutional Asset Management Trading Financial Institutions & Correspondent Banking Debt Capital Markets	Ondřej Čech Michal Řízek Petr Holeček Robert Novotný Stanislav Šnajdr Tomáš Černý	+420/956 765 577 +420/956 765 537 +420/956 765 453 +420/956 765 817 +420/956 765 105 +420/956 765 205	ozech@csas.cz mrizek@csas.cz pholecek@csas.cz rnovotny@csas.cz ssnajdr@csas.cz tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužik	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Nora Nagy	+43 501 00 17 416	nora.nagy@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT, průmysl	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

Důležitá upozornění

Obecná upozornění

Tento investiční výzkum zahrnuje investiční doporučení vytvářeno dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, zaměstnanci útvaru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s.

Investiční výzkum je nezávislý, objektivní a je založen na nejlepších veřejně dostupných informačních zdrojích dostupných v době jeho uveřejnění. Zaměstnanci České spořitelny považují tyto zdroje obecně za spolehlivé, avšak společnost Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Zadavatel a emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebo ostatní útvary České spořitelny nemají žádný vliv na tvorbu ratingu nebo cílové ceny investičního doporučení a před zveřejněním jim byl k dispozici pouze návrh investičního výzkumu bez konečných stupňů investičního doporučení a cílových cen pro provedení kontroly faktické správnosti veřejně dostupných dat. Každý investiční výzkum je zkontrolován vedoucím analytikem k dodržení tzv. principu kontroly 4 očí. Česká spořitelna, a.s. dále implementovala rozsáhlá opatření k zabránění vzniku střetu zájmů nebo možného zneužívání trhu, dostupné [ZDE](#).

Analytici ČS analyzující předmětné investiční nástroje emitentů se nesmí účastnit jakýchkoliv placených aktivit těchto emitentů, pokud není uvedeno jinak. Stanovení výše odměny analytiků není přímo ani nepřímo odvozeno od konkrétního investičního doporučení nebo názorů vyjádřených v tomto investičním výzkumu. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu.

Dohledovým orgánem České spořitelny, a.s. je Česká národní banka (ČNB).

Konflikty zájmů

Česká spořitelna, a.s. a její dceřiné společnosti (FSČS) mohou mít obchodní pozice v investičních nástrojích uvedených v investičních doporučení, mohou obchodovat s investičními nástroji společností uvedených v investičních doporučení nebo mohou emitentům těchto investičních nástrojů poskytovat investiční nebo bankovní služby. Útvar Ekonomických a strategických analýz České spořitelny je organizačně a fyzicky oddělen od útvarů Divize finančních trhů České spořitelny. Zájmy a z nich plynoucí případné střety zájmů FSČS vůči analyzovaným investičním nástrojům emitentů v České republice (investiční nástroje obchodované na trhu Prime, Standard a START na Pražské burze cenných Papírů) jsou uvedeny v tabulce „Střety zájmů České spořitelny ve vztahu k pokrývaným akciím na Pražské burze“ – viz [odkaz](#).

Dokument je za úplaty vytvořen pro zadavatele investičního výzkumu – **Burza cenných papírů Praha, a.s.**, na základě smluvního vztahu. Investiční doporučení je nezávislé.

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů

Horizont cílové ceny je plánován na 12 měsíců počínaje dnem zveřejnění investičního doporučení. Doporučení pracuje s funkcí celkového výnosu, tedy s kombinací kapitálového a dividendového výnosu. Investiční doporučení je tvořeno na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows, oborového srovnání, EVA a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti.

Stupeň investičního doporučení odráží vztah mezi cílovou cenou a cenou akcie v době určování její cílové ceny.

Koupit	očekávaný výnos +20% a více
Akumulovat	očekávaný výnos 10 až 20%
Držet	očekávaný výnos 0 až 10%
Redukovat	očekávaný výnos -10% až 0%
Prodat	očekávaný výnos -10% a méně

Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ČS je dostupný webu Investičního centra.

Metodologie pro investiční doporučení

Investiční doporučení je tvořeno na základě standardních finančních a ekonometrických modelů. V případě akciových doporučení se jedná zejména o různé varianty metody diskontování budoucích cash flows a metodu čisté hodnoty aktiv společnosti. V případě dluhopisů a měn jsou standardními metodami uzavřené makroekonomické modely typu Clarida-Gali-Gertler nebo typu QPM ČNB.

Plánovaná frekvence aktualizace investičního doporučení

Horizont cílové ceny v investičním doporučení je plánován na 12 měsíců počínaje dnem zveřejnění investičního doporučení. Cílové ceny a stupně Investičního doporučení jsou aktualizovány nepravidelně s ohledem na hospodářské výsledky analyzovaných společností, dění na finančních trzích a dalších faktorech ovlivňujících jejich hodnotu. Přehled vydaných investičních doporučení:

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 19.srpna 2022

ČEZ			Komerční banka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.10.21	880	akumulovat	28.1.22	1085	akumulovat
16.12.20	634	kupovat	4.11.21	v revizi	v revizi
26.9.19	603	akumulovat	16.12.20	710	akumulovat
3.10.18	632	akumulovat	10.1.20	905	držet
Moneta			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
28.1.22	102	držet	15.6.22	18160	akumulovat
16.12.21	102	držet	29.6.20	15297	akumulovat
4.3.21	85	držet	11.8.17	17640	akumulovat
3.11.20	68	kupovat	20.6.17	15033	držet
Kofola			VIG		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
7.10.19	v revizi	v revizi	17.6.21	32	kupovat
22.11.17	490	akumulovat	30.7.20	25	kupovat
4.10.16	534	kupovat	29.3.19	29	kupovat
			25.9.18	30	kupovat
Avast			Pílulka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.8.22	pokrytí ukončeno		19.8.22	1,072	držet
26.2.21	161	akumulovat	28.2.22	1,385	držet
16.4.20	128	držet	12.8.21	1,222	redukovat
17.2.20	128	redukovat	22.1.21	859	akumulovat
CTP			CZG		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
26.4.22	20.0	kupovat	13.5.21	446	kupovat
5.5.21	17.5	kupovat			
O2 ČR			Stock Spirits Group		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.12.21	pokrytí ukončeno		21.9.21	pokrytí ukončeno	

Rizika

Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů nebo riziko tržní volatility. Prognózaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v investičním výzkumu. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko. Ne všechny investice jsou vhodné pro každého investora, proto by investor měl každé své investiční rozhodnutí zkonzultovat se svým investičním poradcem. V případě údajů o ceně, které jsou vyjádřeny v EUR, USD nebo jiné cizí měně, může výnos kolísat i v důsledku výkyvů měnového kurzu vůči CZK.

Tvůrcem dokumentu je Česká spořitelna, a.s. Sídlem Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00, Česká republika. Dokument je za úplaty vytvořen pro zadavatele investičního výzkumu – **Burza cenných papírů Praha, a.s.**, na základě smluvního vztahu. Investiční doporučení je nezávislé. Dohledovým orgánem České spořitelny, a.s. je Česká národní banka (ČNB).

© Česká spořitelna, a.s. 2022. Všechna práva vyhrazena.

Publikováno:

Českou spořitelnou, a. s.

Olbrachtova 1929/62

Praha 4, 140 00

IČ: 45244782

Zapsána v obchodním rejstříku Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 1171.

www.csas.cz