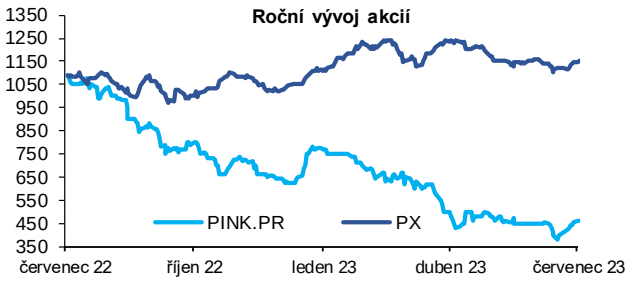
Česká spořitelna Research
Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod
Vydáno 18.července 2023

Pilulka Lékárny a.s.

Doporučení: **Držet**

mil. Kč*	2022	2023e	2024e	2025e
Tržby	2,447	2,476	2,589	2,891
EBITDA	-0.8	14.0	42.6	65.4
EBIT	-47.7	-21.1	3.9	23.9
Čistý zisk po minoritách	-64.9	-48.9	-14.0	7.1
Celková aktiva	606.0	669.9	674.6	728.3
Čisté zadlužení	64.1	66.6	85.7	83.6
Zisk na akcii (základní, Kč)	-26.3	-19.5	-5.6	2.8
Vlastní kapitál na akcii (Kč)	56.1	63.5	57.9	60.7
Dividenda na akcii (Kč)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	n.m.	92.6	30.9	20.1
P/E (základní, x)	n.m.	n.m.	n.m.	173.9
P/BV (x)	8.2	7.2	7.9	7.6
Dividendový výnos	0.0	0.0	0.0	0.0



Výkonnost	1 R	YTD	od IPO ***	1 M
v Kč	-55.2%	-26.9%	8.5%	5.6%

Aktuální cena (k 17.07.2023,Kč)	460	Reuters	PINK.PR	Free float	35%
Počet vydaných akcií (mil.)	2.67	Bloomberg	PINK	Největší akcionáři**	Martin Kasa 18%,
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	1,228.2	Div. ex-datum	Bez výplaty dividend		Petr Kasa 17%
Enterprise value (mil. Kč)	1,292.3	**Cílová cena:**	**451**	Homepage	www.pilulka.cz

**Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na uvedené ceně akcií* *Index PX reindexován k cenám Pilulky; ** Odhad ČS na základě SPO prospektu a odhadů struktury úpisu akcií*
**** Datum IPO 20.10.2020*

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

Editor:
Petr Bártek
(analytik)

Aktualizujeme naše ocenění akcií Pilulka Lékárny s doporučením na úrovni Držet (předchozí Držet, od 5.4.2023 v revizi) a **s roční cílovou cenou 451 Kč/akcii** (sníženo z předchozích 801 Kč/akcii z důvodu snížení výhledu hospodaření, vyššího zadlužení a mírného naředění akcií). Cílová cena byla stanovena kombinací modelu DCF-FCFF (60% váha) a odvětvového srovnání (40% váha).

Doporučení Držet reflektuje **potenciál nedávno oznámených nákladových škrtů až 100 mil. Kč kompenzovat negativní vliv rizika výpadku až 30% online tržeb v ČR** kvůli rušení daňových úlev zaměstnaneckých benefitů a ukončení spolupráce s Benefit Plus. Firma by se tak měla v příštím roce dostat do kladného EBIT a **od roku 2025 začít generovat pozitivní cash flow**. Přes **nižší než očekávaný výnos z proběhlého úpisu akcií (67,4 mil. Kč)** by měla mít firma dost prostředků na rozvoj jádrových trhů a expanzi do Maďarska a Rakouska. Nízkonákladovou expanzi na těchto geograficky blízkých trzích vidíme jako schůdnější než předchozí neúspěšný pokus o expanzi v Rumunsku.

Odhad tržeb pro rok 2023 snižujeme o 9% na 2,48 mld. Kč (meziročně +1%) kvůli negativnímu vlivu ukončení spolupráce s Benefit Plus (10-15% online tržeb v ČR), což bude na úrovni EBITDA kompenzováno nákladovými úsporami. EBITDA tak letos odhadujeme na 14 mil. Kč, oproti reportovaným cca -1 mil. Kč v roce 2022.

Snížili jsme i dlouhodobý výhled růstu tržeb na 10% CAGR z 13,5% CAGR do roku 2027e.To odráží výpadek tržeb v ČR z cafeterií s očekávaným ukončením daňového zvýhodnění od roku 2024, dále odchod z Rumunska a pokles tržního podílu v ČR a SR. Odhady jsme naopak zvýšili pro Maďarsko a Rakousko. Dlouhodobě počítáme s růstem EBITDA marže nad 4% a potenciálem růstu e-commerce v regionu CEE tempem nad 10%.

Pilulka se obchoduje s násobkem 0,5x EV/Tržby 2023e (diskont téměř 50% vůči průměru odvětví), tento násobek nyní implikuje i náš výhled tržeb a marží. **Potenciální pozitivní faktory** pro naše ocenění by byly **nerealizace výpadku online tržeb z cafeterií** (viz. náš alternativní scénář DCF ocenění, jež implikuje potenciál cca +80-290/akcii oproti našemu základnímu scénáři ocenění), **rychlejší růst na nových trzích v Maďarsku a Rakousku** či **výraznější nákladové úspory** (my kalkulujeme s 80 mil. Kč během dvou let).

Uvedené ceny jsou vztažené k poslednímu obchodnímu dni před vydáním reportu, pokud není uvedeno jinak, a jsou získávány z burz, Reuters, Bloomerg a dalších.

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

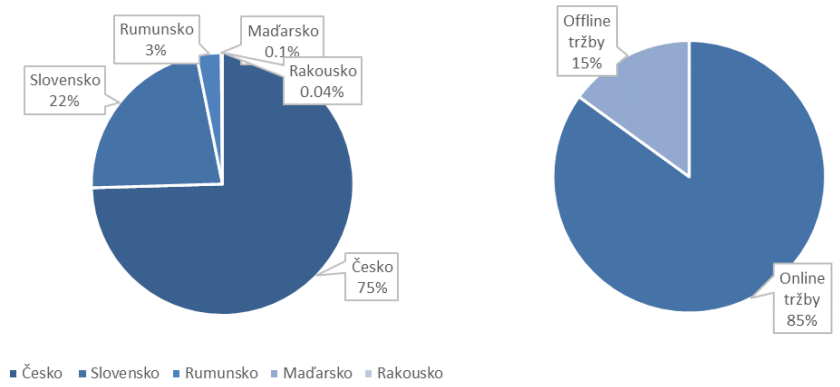
Profil společnosti

Pilulka Lékárny a.s. je česká společnost provozující online lékárny v ČR, na Slovensku, v Rumunsku (zde ale v červnu 2023 oznámeno ukončení provozu) a od konce roku 2022 expanduje do Maďarska a Rakouska. Společnost rovněž vlastní kamenné lékárny (23 lékáren) a provozuje franšízovou síť v ČR (84 lékáren). Firma byla založena v roce 2013 Petrem Kasou, jež je generálním ředitelem a Martinem Kasou, jež je ředitel strategie. Zaměření Pilulky je primárně na online prodej lékárenského zboží a zboží péče o zdraví s možností rozvozu a prodejem prostřednictvím kamenných lékáren ve vlastní síti. Firma také začala rozvíjet aktivity v oblasti e-health služeb, například s aplikací Plus Care.

Struktura tržeb Pilulky podle prodejního kanálu a jednotlivých zemí

Online tržby za zboží dnes představují velkou většinu celkových tržeb firmy, zbytek tvoří tržby z vlastních kamenných lékáren (offline) v ČR a tržby ze služeb.Společnost generuje 75% tržeb v ČR. Tržby lékáren z franšízové sítě firma do vlastního obratu nezahrnuje.

Segmentace tržeb dle prodejních kanálů a zemí v roce 2022



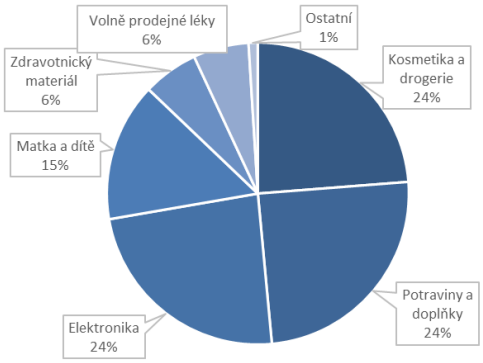
Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

Mimo léků na předpis (prodej pouze v kamenných lékárnách), volně prodejných léků a zdravotnických prostředků Pilulka nabízí široký sortiment zboží z oblasti zdraví, aktivního života, prevence, kosmetiky, elektroniky drogerie a další. Toto volně prodejné zboží tvoří dnes již většinu tržeb.

Struktura tržeb je odlišná v závislosti na prodejním kanálu. Dle dat za rok 2022 byly online prodeje tvořeny především kosmetikou a drogérií, potravinami a výživovými doplňky a zdravotní elektronikou. Oproti tomu největší část tržeb v kamenné síti v roce 2022 tvořily předpisové léky (55%), volně prodejné léky 32%), doplněné prodejem potravinových doplňků a kosmetiky (13%).

Struktura online tržeb Pilulky podle produktů za leden-prosinec 2022

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

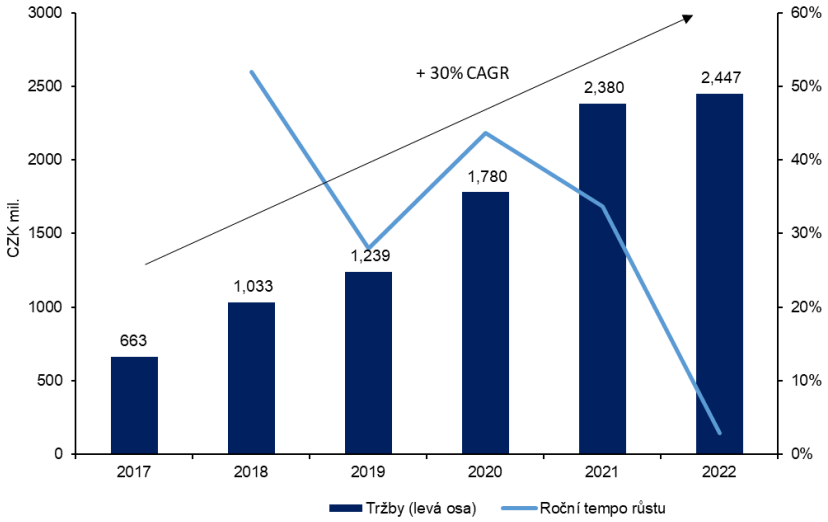


Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

V rámci segmentu online zásilkového prodeje lékárenského a přidruženého sortimentu se, s ohledem k realizovaným tržbám, Pilulka řadí na českém a slovenském trhu podle svého vyjádření na první místo. Dalšími předními hráči jsou Dr.Max, Benu a Lékárna.cz. Silné kamenné řetězce Dr.Max a Benu dosahují obdobných či vyšších objemů online prodejů jako Pilulka, nicméně přes 80% objednávek zákazníci vyzvedávají v kamenných pobočkách, u Pilulky je tento podíl naopak menšinový.

Pilulka v roce 2022 zahájila expanzi do Rakouska a Maďarska. Ty chce obsluhovat z ČR, resp. SR a využít tak synergií geografické blízkosti těchto zemí. Firma chce vedle jádrového prodeje lékárenského zboží do budoucna rovněž rozvíjet služby v oblasti e-health a digitalizace zdravotnictví. Tržby Pilulky rostly v letech 2018-2022 tempem blízko 30% CAGR, což pozitivně podpořila i pandemie COVID-19 a Pilulka se tak zařadila mezi nejrychleji rostoucí e-komerce společnosti v regionu střední a východní Evropy. V roce 2022 s postpandemickým ochlazením e-komerce a vysokou inflací s dopadem na spotřebitelskou poptávku růst tržeb zpomalil ke 3%.

Vývoj tržeb Pilulky



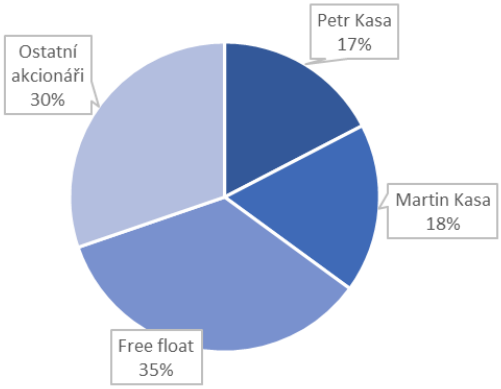
Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Akcionářská struktura Pilulky

Společnost má vydaných celkem 2,67 milionu akcií. V rámci uvedení na trh START BCPP v roce 2020 bylo prodáno 500 tisíc nových akcií a v rámci SPO v roce 2023 bylo prodáno 149,7 tis. nových akcií. Podíl volně obchodovaných akcií na trhu je na úrovni kolem 35%. Zakladatelé firmy Martin a Petr Kasovi dohromady kontrolují podíl blízko 35%.

Odhadovaná aktuální akcionářská struktura



Zdroj: Pilulka; kalkulace Česká spořitelna Research na základě SPO prospektu a odhadovaného úpisu v rámci SPO

SWOT analýza

Silné stránky

- Dlouhodobý trend dvouciferného růstu on-line lékárenského trhu
- Solidní pozice na online lékárenském trhu v ČR a SR
- V ČR síť kamenných lékáren podporující značku a distribuční možnosti
- Vlastní jádrové IT systémy (flexibilita a možnost škálování)
- Dlouholetá prověřená zkušenost managementu s e-komerce
- Účast zakladatelů na řízení podniku
- Vlastní dovážková služba Pilulka auto s expresním doručením např. v Praze, Brně, Bratislavě a dalších městech

Slabé stránky

- Výrazné zpomalení tržeb online e-komerce ve 2022 a 1H23
- Dosavadní ztrátovost a negativní cash flow se skokovým růstem zadlužení v posledním roce
- Silná konkurence ze strany etablovaných sítí kamenných lékáren (Benu, Dr. Max..) i on-line prodejců (Lékárna.cz)
- Konkurence ze strany drogerií, supermarketů, dalších online prodejců mimo primárně lékárenský trh (Alza, Mall, Rohlík,...)
- Malá možnost diferenciace prodávaného zboží oproti konkurenci
- Nízké marže v online retailu
- Neúspěšná expanze v Rumunsku s tvorbou ztrát
- Nepřítomnost kamenných lékáren na zahraničních trzích pro podporu marketingu a distribuce

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Příležitosti

- Očekávané oživení e-komerce zpět ke dvouciferným tempům růstu
- Vstup na do Maďarska a Rakouska s rychlým růstem tržeb
- Nákladové úspory se zvýšením provozní efektivnosti
- Potenciální uvolnění regulace prodeje léků na předpis online
- Pokračující online kanibalizace trhu kamenných lékáren
- Zvýšení míry retence zákazníků díky posilování značky
- Prodej privátních značek výrobků s vyšší marží
- Rozvoj zdravotnických/lékárnických služeb nad rámec prodeje zboží

Rizika

- Potenciální výpadek 1/3 online tržeb v ČR s plánovaným zrušením daňového zvýhodnění cafeteria benefitů v ČR od roku 2024
- Možné pomalejší než očekávané oživování e-komerce po útlumu v roce 2022
- Pokles tržního podílu na stávajících trzích
- Potenciální neúspěch expanze do AT/HU. Ten je limitován ‘nízkonákladovým’ modelem
- Nedosažení oznámených nákladových úspor dle plánu
- Růst zadlužení či další úpis akcií pro financování provozu a expanze
- Konkurenční tlak na tržní podíl a na ceny, zhoršení hrubé marže
- Tlak na cenu akcií v případě prodejů ze strany současných akcionářů
- Zvýšení nákladů na retenci a akvizici nových klientů
- Zpřísnění regulace, zásahy regulátorů, udělení pokut
- Kybernetický útok, ochrana osobních dat klientů
- Potenciální exit zakladatelů s oslabením managementu firmy

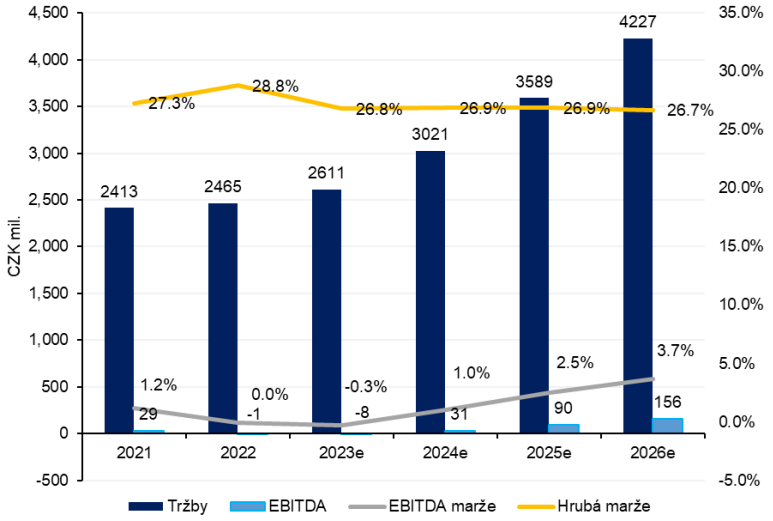
For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Úpis nových akcií

Pilulka Lékárny v červnu dokončila sekundární úpis akcií, kdy na další provoz a rozvoj získala úpisem 149,66tis. kusů nových akcií (6% zvýšení počtu vydaných akcií) finanční prostředky ve výši 67,35 mil. Kč (před poplatky za SPO) při ceně **450 Kč/akcii**. V rámci úpisu bylo původně nabízeno až 500tis. nových akcií za 450-550 Kč.

Management v souvislosti s úpisem akcií v prospektu představil dlouhodobý plán vývoje hospodaření. Do roku 2026 firma plánovala kumulovaný průměrný růst tržeb o 14,5% a dosažení EBITDA 156 mil. Kč oproti ztrátě 1 mil. Kč v roce 2022. Po úpisu akcií nicméně přišlo oznámení o nákladových škrtech a opuštění trhu v Rumunsku, takže se relevance plánu podstatně snížila. I tak ve stručnosti shrňme hlavní body, kdy plánovaný růst tržeb pro stávající trhy i expanzi do Rakouska a Maďarska by měl zůstat v platnosti.

Finanční výhled Pilulky do roku 2026



*Zdroj: Pilulka, ČS, *prezentované údaje vychází z manažerského účetnictví společnosti*

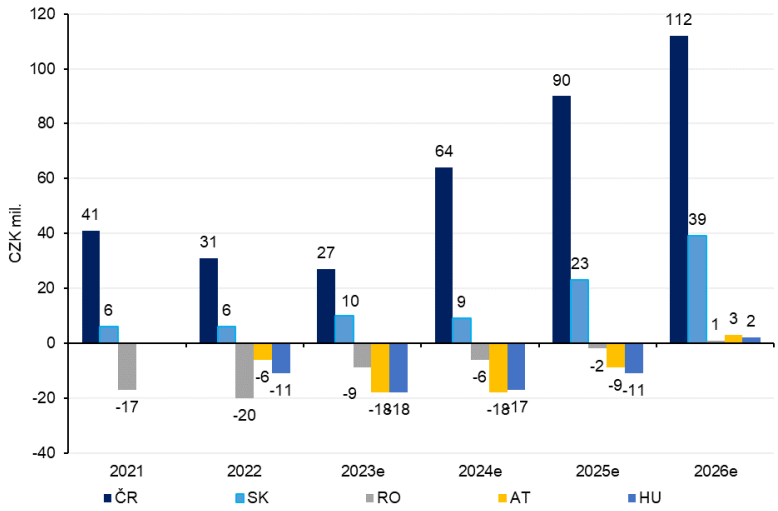
Růst tržeb měly dle plánu táhnout dosavadní jádrové trhy v ČR a na Slovensku s procentuálním růstem online prodejů o cca 12% resp. 14% CAGR do roku 2026, absolutně s přírůstkem o více než 1,1 miliardy Kč. Nově otevřené trhy v Rakousku a Maďarsku měly růst prakticky z nuly v roce 2022 na 250 resp. 270 mil. Kč v roce 2026, což na jeden trh představuje cca polovinu tržeb, jež Pilulka loni dosáhla na Slovensku. Na trhu v Rumunsku byl plán růstu o cca 21% CAGR do roku 2026 na 160 mil. Kč, tedy méně než na nově otevřených trzích v Maďarsku a Rakousku.

Z plánu vyplývá, že by akcelerace růstu měla nastat zejména od roku 2024 s návratem růstu v ČR ke středním dvouciferným hodnotám kolem 15%. Pro rok 2023 je očekáván růst o cca 6%.

Z hlediska růstu EBITDA Pilulka do roku 2026 očekávala největší pozitivní dopad opět z jádrových trhů v ČR a SR, kde byl očekáván více než 3násobný, resp. 6násobný růst oproti úrovni v roce 2022. U nově otevřených trhů Maďarska a Rakouska bylo očekáváno dosažení kladné EBITDA v roce 2026.

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Výhled Pilulky na vývoj EBITDA dle jednotlivých zemí do roku 2026



*Zdroj: Pilulka, ČS, *prezentované údaje vychází z manažerského účetnictví společnosti*

Prezentovaný plán nicméně počítal s kapitálem 250 mil. Kč získaným v rámci úpisu akcií. Firma ale v úpisu získala 67,4 mil. Kč (před náklady úpisu).

Oznámený balíček nákladových škrtů

Po úpisu tak přišlo oznámení společnosti o konsolidačním balíčku s cílem snížení ročních nákladů o téměř 100 mil. Kč. Hlavní kroky zahrnují: ukončení působení v Rumunsku, spojení jednotlivých oddělení ve skupině do jedné mezinárodní struktury, snížení počtu zaměstnanců v Praze, Bratislavě a Bukurešti o 50 (cca 15% z celkového počtu zaměstnanců), změny ve vedení společnosti (odchod finančního a provozního ředitele) a omezení akvizičních aktivit a investic.

Relevance výše zmíněného plánu tak s těmito opatřeními klesla, zejména co se týče opuštění rumunského trhu. Po oznámení nákladových škrtů nicméně vidíme značně vyšší potenciál na růst ziskovosti společnosti. Původní plán na růst marží na jádrových trzích v ČR a SR by byl bez výraznějších úspor podle nás obtížně realizovatelný. V našich odhadech hospodaření jsme nicméně konzervativnější než plán firmy, zejména vzhledem k tomu, že počítáme s negativním dopadem výpadku tržeb z cafeteria benefitů od roku 2024, což plán firmy pravděpodobně nezahrnuje.

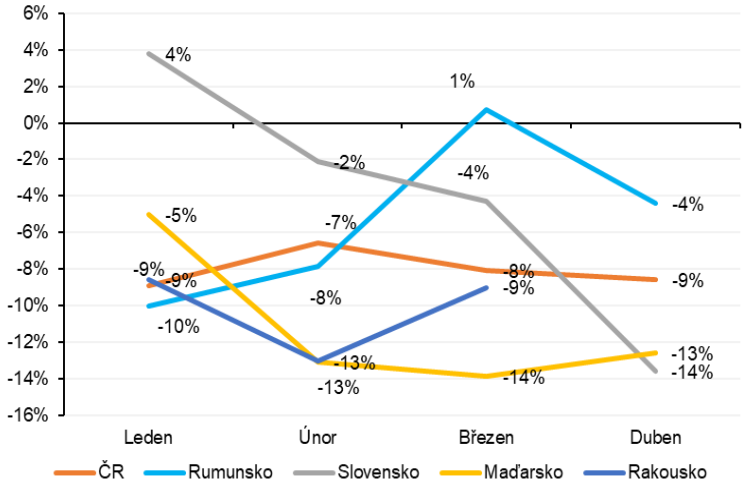
Společnost spolu s oznámeným úsporným plánem rovněž uvedla, že za první pololetí 2023 očekává meziroční růst tržeb o 6%, což by bylo stejné tempo růstu, jež dle plánu letos očekávala pro celý rok.

Vývoj odvětví a tržeb firmy

Podle dostupných dat ze statistických úřadů jednotlivých zemí působnosti Pilulky e-komerce nadále oslabovala (v reálném vyjádření).

Vývoj online tržeb v maloobchodu v regionu v 1-4M 2023

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)



Zdroj: Statistické úřady jednotlivých zemí, ČS, v reálném vyjádření

V nominálním vyjádření je vývoj díky růstu cen lepší, například na klíčovém trhu v ČR maloobchod prostřednictvím internetu do dubna zhruba stagnoval a prodeje kosmetického a toaletního zboží (online i offline) rostly kolem 15%. Prodeje farmaceutického zboží pak rostly asi o 7%. To implikuje pokračující trend, že růst části e-commerce v těchto oblastech (většina tržeb Pilulky) je pozitivnější než vývoj celého online trhu.

S očekávaným mírným zlepšením vývoje maloobchodu během roku nám vychází výhled na letošní nominální růst e-komerce v regionu alespoň v jednotkách procent a v kategoriích Pilulky s potenciálem na vyšší jednotky procent.

Od roku 2024 odhadujeme akceleraci růstu směrem k historickému trendu ve dvouciferných úrovních (vyjma Rakouska s nižšími historickými trendy růstu). Na jádrovém trhu v ČR nicméně očekáváme, že růst již nedosáhne historických úrovní vzhledem k vyšší úrovni penetrace e-komerce na celkovém maloobchodu. Na Slovensku očekáváme také jisté zpomalení, nicméně růst by měl být vyšší než v ČR. Z relativního srovnání trhů v daných zemích je zajímavý komparativně silnější růst v Rumunsku, který souvisí jak s nižší výchozí pozicí, co se týče podílu e-commerce na maloobchodu, tak celkově rychlejším růstu ekonomiky. Pilulce se bohužel expanze do Rumunska nepodařila a trh opouští.

Průměrný růst e-commerce a podíl na maloobchodu v jednotlivých zemích

	Průměrný růst e-commerce 2015 -2019	Podíl e-commerce na maloobchodu
ČR	18%	15%
Slovensko	17%	10%
Rumunsko	24%	8%
Maďarsko	17%	9%
Rakousko	5%	16%

Zdroj: statistické úřady jednotlivých zemí, APEK, ČS

U tržeb Pilulky letos očekáváme jen nepatrný růst vzhledem k tomu, že pro ČR ve druhé polovině roku odhadujeme negativní vliv ukončení spolupráce s poskytovatelem cafeterie Benefit Plus. Domníváme se, že benefitní body zaměstnanci utrácí zejména na konci roku, většina dopadu se tedy patrně teprve projeví. Firma v SPO prospektu uvádí potenciální negativní dopad do online tržeb v ČR 10-15%. Myslíme si, že organický růst na trhu v ČR plně nevykompenzuje tento výpadek. Negativně se projeví i odchod z trhu

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

v Rumunsku, kde firma loni generovala asi 3% tržeb. Letošní růst tržeb by tedy měl pramenit hlavně z organického růstu na Slovensku a na nových trzích v Rakousku a Maďarsku.

V dalších 4 letech mezi roky 2024-2027e pak odhadujeme **růst v průměru kolem 10% ročně.** Zde započítáváme, že **rychlejší organický růst** s očekávanou akcelerací celého trhu e-komerce **bude negativně kompenzován výpadkem tržeb v ČR z cafeteria benefitů** s plánovaným ukončením daňového zvýhodnění nepeněžních benefitů od roku 2024. Se zrušením tohoto zvýhodnění počítá úsporný balík české vlády, jež nedávno poslala k projednávání do parlamentu. I když toto opatření zatím nebylo finálně přijato, vidíme vysokou pravděpodobnost, že projde, a proto jej promítáme do našeho výhledu.

Bez daňového zvýhodnění by tyto benefity přestaly být pro zaměstnavatele atraktivní a pravděpodobně by došlo k strmému poklesu poskytování těchto benefitů zaměstnancům. Podle informací z SPO prospektu Pilulky tržby přes cafeteria benefity tvořily 30-40% online tržeb v ČR. Online tržby v ČR pak představovaly v roce 2022 cca 55% celkových tržeb Pilulky. Domníváme se, mimo jiné, že tržby z cafeterií stojí také za podstatným růstem podílu prodejů elektroniky z oblasti zdraví na tržbách Pilulky, ke kterému jsou tyto benefity hojně užívány. Po ukončení spolupráce s Benefit Plus letos v únoru bude podíl benefitů na tržbách již letos menší. I tak v našich odhadech pracujeme s výpadkem online tržeb v ČR o 15% a 5% v letech 2024e a 2025e.

Alternativní scénář výhledu a ocenění DCF v případě, že by toto zrušení nakonec neprošlo parlamentem a nerealizoval by se tak negativní dopad na tržby Pilulky, nabízíme na konci reportu.

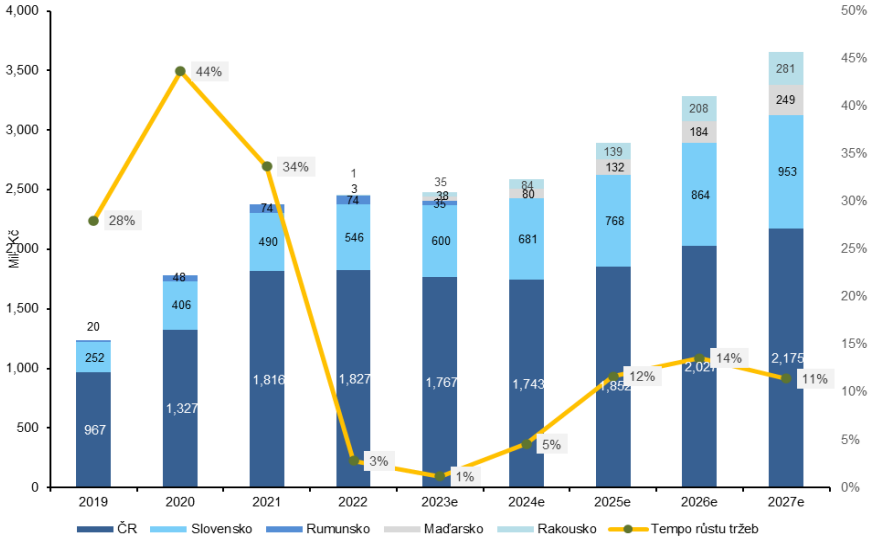
Bez ohledu na vývoj tržeb z cafeteria benefitů na jádrových trzích v ČR a SR odhadujeme mírný pokles tržního podílu s rostoucí pozicí konkurence v online segmentu. V porovnání s online růstem tržeb Pilulky v ČR o 5% a celkovým zdejším růstem tržeb o 1% (celkový růst byl ovlivněn prodejem části kamenných lékáren) uvádí např. Dr.Max za loňský rok růst online tržeb v ČR o 20% a celkových tržeb o 10%. Benu rostly online tržby přes 10% se čtvrtinovým tržním podílem a celkové tržby o 17% (na čemž se podílel i růst počtu lékáren).

Na nových trzích v Maďarsku a Rakousku odhadujeme růst tržeb nad 250 mil. Kč, resp. 280 mil. Kč do roku 2027. **Věříme, že z hlediska geografické blízkosti (obslužnost ze skladů v ČR a Slovenska) či socioekonomické charakteristiky trhů by expanze v těchto zemích mohla být „jednodušší“ než v Rumunsku**.

U tržeb z kamenných lékáren nyní pracuje naše prognóza s jejich poklesem o cca 15% do roku 2026 kvůli odhadovaným prodejům dalších kamenných poboček.

Výhled na celkový vývoj tržeb Pilulky a po jednotlivých zemích

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)



Zdroj: Pilulka, ČS

Výhled na vývoj zisků

Z EBITDA ztráty v roce 2022 odhadujeme do roku 2027 růst EBITDA k 116 mil. Kč (EBITDA marže 3,2%) jako důsledek rostoucích tržeb a efektu provozní páky na relativní úsporu nákladů (zejm. osobní a marketingové). K tomu by měly výrazně pomoci oznámené nákladové úspory až 100 mil. Kč s tím, že největší část úspor by měla pramenit ze snížení počtu zaměstnanců o cca 50 resp. 15% a exitu z Rumunska. Na druhé straně bude pozitivní vliv nákladových škrtů brzdit pokles tržeb v ČR z titulu očekávaného výpadku z tržeb z cafeterií. Vedle toho si nadále zvýšené náklady vyžádá pokračující expanze do Maďarska a Rakouska, kdy je zde riziko spíše vyšších nákladů proti plánu.

Oznámené nákladové úspory by nicméně měly podstatně podpořit ziskovost na jádrových trzích v ČR a SR. Zde EBITDA za poslední roky stagnovala, kdy v roce 2022 dosáhla 37 mil. Kč, podobně jako 38 mil. Kč v roce 2020. Tržby se v ČR a SR mezitím nicméně zvýšily o 40% (se zahrnutím offline segmentu a poklesu počtu kamenných lékáren) resp. 60% (jen online segment). Do výsledku jádrových trhů se promítaly také další vedlejší aktivity v ČR a SR jako provoz aplikace Plus Care a startupového akcelerátoru Pilulka Lab. Podle dostupných dat z účetní závěrky tyto aktivity v loňském roce vedly ke ztrátě 11 mil. Kč a vedle toho spotřebovaly 4 mil. Kč investic do Plus Care.

V minulých letech tak na konsolidované úrovni ziskovost jádrového byznysu rozmělňovala nejen zahraniční expanze, ale i expanze činností v rámci zdravotnického odvětví. Výhled na dostatečnou monetizaci těchto vedlejších aktivit pro nás ale není zřetelný. Nákladové úspory by měly pomoci k tomu, že firma bude schopna zvýšit ziskovost na jádrových trzích natolik, aby z toho mohla financovat zahraniční expanzi i další aktivity v oblasti e-health (Plus Care) – kde bychom ale očekávali také dopad nákladových úspor.

Pozitivně lze hodnotit komentáře managementu o „poučení“ se z expanze do Rumunska ve smyslu **snahy o snížení vstupních investic na trhy do Maďarska a Rakouska aplikací hybridního modelu,** zejména využitím skladovacích kapacit v ČR a na Slovensku, což v Rumunsku nebylo možné. To by mělo znatelně snížit potřebou úroveň tržeb k dosažení samostatné ziskovosti na těchto trzích.

V kontextu plánovaných nákladových úspor je potřeba říci, že i před jejich oznámením jsme vnímali to, že by firma měla mít výrazně vyšší ambice na

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

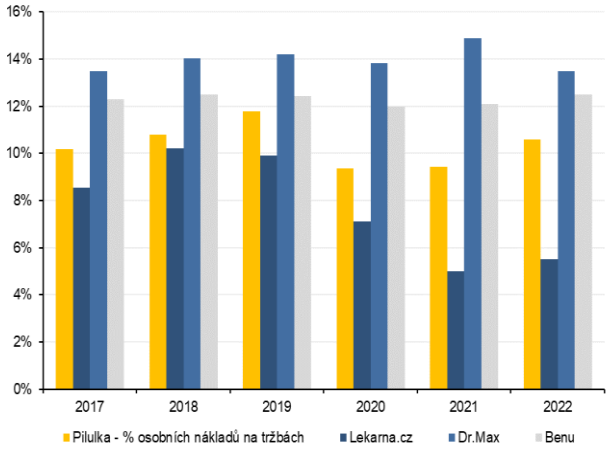
nákladové škrty a zvyšování provozní efektivnosti, zejména na jádrových trzích.

Srovnání s českou lékárenskou konkurencí ukazuje, že Pilulka v posledních letech (dle nekonsolidované účetní závěrky) **dosahovala srovnatelné hrubé marže jako dvojka českého lékárenského trhu Benu a o něco nižší než jednička trhu Dr.Max** (jenž ale primárně provozují kamenné lékárny). Oproti online konkurentovi Lékárna.cz (se srovnatelnou velikostí online tržeb v ČR a SR jako Pilulka) byla hrubá marže cca dvojnásobná. Minoritní část byznysu Lekarna.cz tvoří velkobchod, což firmě marži patrně snižuje, rozdíl je i tak markantní.

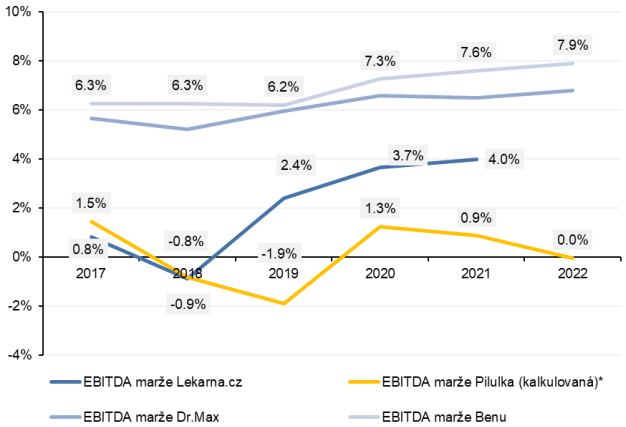
Marže na provozní úrovni byla u Pilulky ale už nižší oproti online konkurentovi Lékárna.cz kvůli vyššímu podílu osobních nákladů i dalších provozních nákladů. Oproti větším, primárně kamenným konkurentům Dr.Max a Benu, pak relativní podíl osobních nákladů Pilulky vůči tržbám nižší (což je nasnadě vzhledem k vyššímu podílu prodejů konkurentů v kamenných v lékárnách), ale další položky provozních nákladů jsou relativně vyšší.

Podíl nákladů na služby (u Pilulky zejména náklady na marketing, nájmy) byl u Dr.Max v roce 2022 11%, u Benu 10% oproti 16,5% u Pilulky. U Lékárna.cz za rok 2021 pak 10,1% oproti 15,5% u Pilulky za tento rok. Pilulka má vedle toho relativně vysoké výdaje na IT (plánuje kolem 35 mil. Kč ročně, přes 1% tržeb), jež kapitalizuje, takže se do provozní marže nepromítají. Pro porovnání, největší český e-shop Alza.cz v roce 2021 investoval do software 177 mil. Kč, cca pětinásobek proti Pilulce, nicméně také při zhruba 17x vyšších tržbách.

Podíl osobních nákladů na tržbách



EBITDA marže



Zdroj: Výroční zprávy firem, ČS, *EBITDA marže „zjednodušeně“ kalkulovaná jako provozní zisk plus odpisy, liší se od čísel publikovaných managementem Pilulky.

Zejména u online konkurenta Lékárna.cz byl v posledních letech patrný zřetelný růst EBITDA marže, kde se pravděpodobně pozitivně promítal růst provozní páky a úspor z rozsahu s růstem tržeb podpořených pandemií. U Pilulky tento trend ale nebyl zřetelný, zčásti kvůli nákladům na expanzi jak geografickou (nejdříve v Rumunsku a loni také AT, HU), tak v rámci odvětví (Plus care). I tak bychom ale s růstem tržeb očekávali jistou provozní akceleraci výsledku na jádrových trzích, což se nerealizovalo. Se seškrtáním nákladů by se tak Pilulka měla z hlediska ziskovosti začít přibližovat konkurenci, prostor zde existuje.

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Změny v našich odhadech vývoje hospodaření Pilulky

	2023e			2024e			2025e		
	předchozí	nový	změna	předchozí	nový	změna	předchozí	nový	změna
Tržby	2733	2476	-9%	3169	2589	-18%	3617	2891	-20%
EBITDA	20	14	-30%	41	43	5%	61	65	7%
EBITDA marže	0.7%	0.6%	n.m.	1.3%	1.6%	0.4%	1.7%	2.3%	0.6%
Čistý zisk	-30	- 49	n.m.	-11	- 14	n.m.	19	7	-64%

Zdroj: ČS Research

Oproti minulým odhadům jsme podstatně snížili výhled na vývoj tržeb reflektujíce zejména odhadovaný výpadek tržeb z cafeterií – letos kvůli ukončení spolupráce s Benefit Plus, od roku 2024 pak kvůli plánovanému zrušení daňového zvýhodnění cafeteria bonusů v ČR. Výhled dále odráží výpadek tržeb z Rumunska s opuštěním tohoto trhu a rovněž jsme redukovali výhled na organický růst Pilulky na českém a slovenském trhu s tlakem na tržní podíl od konkurence. Aktuálně tak odhadujeme tempo růstu tržeb mezi roky 2023-2027e na úrovni 10% CAGR (předtím 13,5%).

Od roku 2024 očekáváme re-akceleraci růstu e-komerce. Výhled na dlouhodobý růst e-komerce a online prodejů v oblasti zdraví alespoň o 10% ročně zůstává jedním z hlavních organických růstových faktorů pro Pilulku**.**

Vzhledem k oznámeným nákladovým úsporám ale očekáváme po roce 2024 lepší provozní marže, i přes výraznější pokles odhadů na tržby tak očekáváme pro rok 2023 jen mírně nižší EBITDA oproti předchozímu odhadu a pro roky 2024 a 2025 se naše odhady mírně zvýšily.

U čistého zisku odhadujeme vyšší úrokové náklady s rychlejším růstem zadlužení, než jsme dříve očekávali (z čisté hotovostní pozice 30 mil. Kč na konci roku 2021 na čistý dluh 90 mil. Kč na konci roku 2022).

Výhled na cash flow a zadlužení

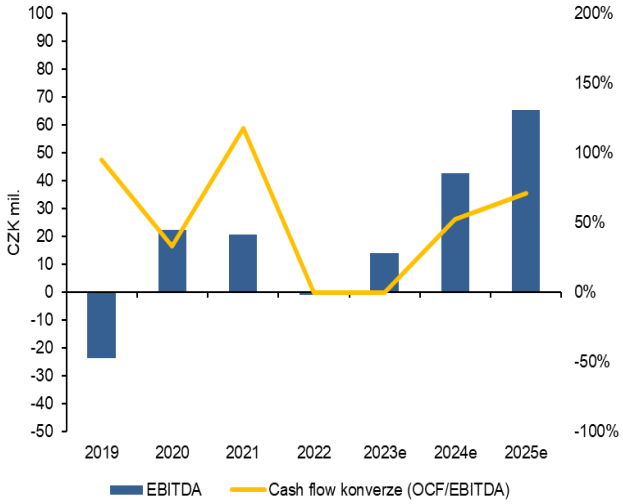
S úpisem akcií ve výši 67,4 mil. Kč a realizací nákladových škrtů by měla firma mít podle našich odhadů dostatek prostředků na financování provozu a dalšího růstu na jádrových trzích v ČR a SR a zahraniční expanze do Rakouska a Maďarska.

Pro letošní rok očekáváme ještě negativní provozní cash flow blízko 30 mil. Kč a CAPEX mírně nad 40 mil. Kč, což by měly z hlediska hotovostních potřeb pokrýt z velké části prostředky z proběhlého úpisu akcií. Letos počítáme také ještě s růstem úročených závazků o 20 mil. Kč. Od roku 2024 očekáváme kladné provozní cash flow díky růstu EBITDA, které však ještě plně „neufinancuje“ potřeby CAPEX. **Pokrytí CAPEX z provozního cash flow odhadujeme od roku 2025 a dále.**

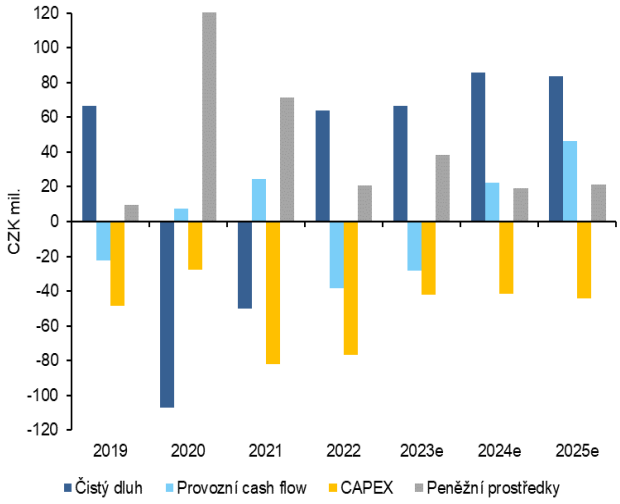
Naše odhady tak implikují letošní očekávané zadlužení na úrovni 4,8x EV/EBITDA 2023e a pro rok 2024e pokles k úrovni 2,0x díky růstu EBITDA, zatímco ještě očekáváme celkový absolutní růst čistého dluhu. Do výše dluhu nezapočítáváme závazky z operativního leasingu, jež byly na konci roku 2022 ve výši 91 mil.Kč. Vyjma investičního úvěru ve výši 6 mil. Kč tvoří úročené závazky revolvingové bankovní úvěry.

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

EBITDA a konverze provozního cash flow



Provozní cash flow, CAPEX, finanční prostředky



Zdroj: Pilulka, ČS

Ocenění

Naše ocenění na základě 60% váhy modelu DCF-FCFF a 40% váhy odvětvového srovnání implikuje pro akcie Pilulky **dvanáctiměsíční cílovou cenu 451 Kč/akcii**. Předchozí ocenění bylo na úrovni 801 Kč/akcii. Pokles ocenění pramení zejména ze snížení odhadů na růst tržeb i zisku ale i ze zvýšení beta faktoru pro zohlednění rizika vyššího zadlužení a volatility vývoje hospodaření. V odvětvovém srovnání se odráží i snížení oceňovacího násobku s relativním zhoršením výhledu růstu Pilulky oproti srovnávaným společnostem.

Shrnutí ocenění

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/Tržby	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	437	471	451
Váha ocenění	60%	40%	100%

Zdroj: Pilulka, ČS Research

Metoda diskontovaných peněžních toků

DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 437 Kč na akcii, s očekávaným růstem tržeb 10% CAGR do roku 2027 a růstem EBITDA marže k 3,2%. Pro perpetuitu je kalkulováno s EBITDA marží 4,3%, mírně níže oproti 4,7% v minulém ocenění. Pokles je důsledkem nižšího výhledu na tržby a souvisejícího nižšího efektu provozní páky, kompenzováno částečně plánovanými nákladovými škrty.

Dlouhodobý růst tržeb by měl být podporován růstem celkového e-komerce trhu a online zdravotnického trhu na jádrových trzích v ČR a SR a také expanzí do Maďarska a Rakouska. Dosažení pozitivního cash flow do firmy očekáváme od roku 2025. Růst zadlužení a zvýšené riziko kolem hospodaření firmy promítáme do ocenění zvýšením beta faktoru o 0,1 ve všech fázích oproti našim dřívějším odhadům.

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

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

- Detailními odhady FCFF pro roky 2023-2027e v první fázi
- Trendovým výhledem růstu tržeb a marže do roku 2032
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve třetí fázi
- Modelově vycházíme z očekávané úrovně rozvahy ke konci roku 2023 (odhadovaná výše čistého dluhu)

Hlavní předpoklady pro DCF model:

- Bezriziková výnosová míra 4,0% pro první fázi na základě výhledu na průměrný výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů ČR v tomto období, a 3,0% **pro druhou fázi a perpetuitu**.

- Beta faktor 1,3 pro první fázi, beta 1,2 pro druhou fázi a 1,1 pro perpetuitu

- Riziková prémie stanovená jako vážený průměr prémií pro jednotlivé země (ČR, SR, Maďarsko, Rakousko) používaných standardně v rámci skupiny Erste Group. Váhy jsou očekávané tržby z jednotlivých zemí.

- Průměrné náklady cizího kapitálu 6,0% v první fázi a 5,0% ve druhé fázi a perpetuitě

- Efektivní daňová sazba 21%

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

-Objem prostředků získaný z SPO ve výši 67,4 mil. Kč a růst počtu vydaných akcií o 149,7tis. (6% nových akcií).

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

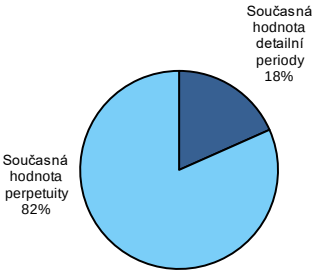
Výpočet WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Perpetuita Normalizovné
Bezriziková výnosová míra	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%
Riziková prémie akcií	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Beta faktor	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
Náklady vlastního kapitálu	**11.7%**	**11.7%**	**11.7%**	**11.7%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.8%**	**9.7%**
Náklady cizího kapitálu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Efektivní daňová sazba	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	**4.7%**	**4.7%**	**4.7%**	**4.7%**	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Váha vlastního kapitálu	91%	91%	91%	91%	91%	90%	88%	87%	86%	85%
WACC	**11.1%**	**11.1%**	**11.1%**	**11.1%**	**10.2%**	**10.1%**	**10.0%**	**9.9%**	**9.9%**	**8.8%**

DCF valuace

(CZK mil.)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Normalizovné
Růst tržeb	*5%*	*12%*	*14%*	*11%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*3.0%*
Tržby	2,589	2,891	3,283	3,658	3,914	4,188	4,481	4,795	5,130	5,284
EBIT	4	24	50	69	86	100	121	139	159	169
EBIT marže	*0.2%*	*0.8%*	*1.5%*	*1.9%*	*2.2%*	*2.4%*	*2.7%*	*2.9%*	*3.1%*	*3.2%*
Efektivní daňová sazba	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*
Daň z EBIT	-2	-2	-5	-10	-18	-21	-25	-29	-33	-35
NOPLAT	**2**	**22**	**45**	**59**	**68**	**79**	**95**	**110**	**125**	**133**
+ Odpisy	36	39	42	45	48	51	53	56	59	58
Kapitálové investice / Odpisy	*114%*	*113%*	*112%*	*111%*	*104%*	*105%*	*106%*	*107%*	*106%*	*101%*
+/- Změny pracovního kapitálu	-2	-2	-1	-2	-3	-2	-2	-2	-3	-1
Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb	*-2.1%*	*-0.7%*	*-0.2%*	*-0.5%*	*-1.1%*	*-0.6%*	*-0.5%*	*-0.8%*	*-1.0%*	*-0.3%*
- Kapitálové investice	-41	-44	-47	-50	-50	-53	-57	-60	-63	-59
Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)	**-5**	**15**	**39**	**52**	**63**	**75**	**91**	**104**	**118**	**131**
Růst v perpetuitě										*3.0%*
Hodnota perpetuity										2,313
Diskontované cash flow - k datu 31.12.2023e	-4	12	28	34	38	41	45	46	48	865
Enterprise value - 31.12.2023e	**1,153**									
Minority	0									
Neprovozní aktiva	0									
Cistý dluh - 31.12.2023e	67									
Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2023e	**1,086**									
Počet akcií (mil.)	2.67									
Náklady vlastního kapitálu	11.7%									
12M cílová cena (CZK)	**437**									
Aktuální cena akcie (CZK) (k 17.07.2023)	460									
Potenciál růst + / poklesu -	*-5%*									

Rozložení Enterprise value



Senzitivita (na akcii) :

EBIT marže v terminální hodnotě

WACC	2.2%	2.7%	3.2%	3.7%	4.2%
7.9%	378	445	513	580	647
8.4%	350	411	471	532	593
8.9%	326	382	**437**	492	548
9.4%	307	357	408	459	510
9.9%	290	337	383	430	477

Růst v terminální hodnotě

WACC	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
7.8%	437	471	513	564	628
8.3%	408	437	472	513	564
8.8%	383	408	**437**	472	513
9.3%	362	384	408	437	472
9.8%	344	362	384	408	437

Zdroj: Česká spořitelna Research

Odvětvové srovnání

Akcie Pilulky letos zatím ztrácejí přes 30% oproti růstu srovnávaných evropských lékáren DocMorris (dříve Zur Rose) o 90% a Redcare Pharmacy (dříve Shop Apotheke) o více než 130%. Velká většina tohoto poklesu u Pilulky nastala po zveřejnění hospodářských výsledků za rok 2022 a zveřejnění plánu na sekundární úpis akcií pro doplnění kapitálu.

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

S tímto vývojem se zvýšil diskont akcií Pilulky oproti těmto srovnávaným společnostem. Akcie se nyní obchodují na 0,5násobku EV/Tržby oproti 0,7x u DocMorris a 1,4x u Redcare. Medián skupiny (zde tedy průměr ze dvou společností) je na 1x. Domníváme se, že diskont ocenění Pilulky je v tuto chvíli na místě vzhledem očekávanému pomalejšímu růstu firmy oproti těmto srovnávaným firmám (tyto firmy by měly oproti Pilulce benefitovat z růstu online prodejů léků na předpis v Německu) a slabší tržní pozici.

V našem ocenění v rámci odvětvového srovnání aplikujeme hodnotu parametru EV/Tržby na úrovni současného ocenění 0,5x pro námi očekávané tržby a zadlužení Pilulky v roce 2023e. Tento násobek je nižší, než jsme aplikovali v našem minulém ocenění (0,7x), aktuálně jej ale odhadujeme jako férový při předpokladu konvergence ocenění Pilulky k mediánu odvětví na úrovni EV/EBITDA do roku 2027e při:

1) Pomalejší růst tržeb Pilulky mezi roky 2023-2027e na úrovni 10% CAGR. U srovnávací skupiny si odkážeme představit růst nad 20% CAGR

2) Nižší EBITDA marže Pilulky na úrovni 3,2% v roce 2027e proti asi 6% námi odhadovaným u srovnávací skupiny firem.

Tento výpočet implikuje **dvanáctiměsíční cílovou cenu Pilulky pro odvětvové srovnání na úrovni 471 Kč/akcii.**

Ocenění Pilulky na základě násobku EV/Tržby

Aplikovaný násobek EV/Tržby pro 2023	0.50
Očekávané tržby v 2023 (mil. Kč)	**2476**
Implikovaná EV v 2023 (mil. Kč)	1238
Odhadovaný čistý dluh v 2023 (mil.Kč)*	67
Implikovaná tržní kapitalizace (mil. Kč)	1171
Počet akcií (mil.)	2.67
Náklady vlastního kapitálu	11.7%
Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)	**471**

** záporná hodnota znamená čistou hotovostní pozici*

Zdroj: Refinitiv, ČS Research

Vybrané ukazatele v rámci odvětvového srovnání

	P/S				EV/S				P/E				EV/EBITDA			
	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
DocMorris	0.4	0.6	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	139	19
Redcare Pharmacy	1.8	1.3	1.0	0.8	1.9	1.4	1.1	0.9	n.m.	n.m.	n.m.	98	n.m.	85	35	21
Průměr	**1.1**	**0.9**	**0.8**	**0.6**	**1.3**	**1.0**	**0.9**	**0.7**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**87**	**20**
Pilulka Lékárny	**0.5**	**0.5**	**0.5**	**0.4**	**0.5**	**0.5**	**0.5**	**0.5**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**176**	**n.m.**	**93**	**31**	**20**
Prémie/diskont vůči průměru	*-53%*	*-46%*	*-38%*	*-32%*	*-58%*	*-49%*	*-41%*	*-36%*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*2%*

	EBITDA MARŽE				CAGR
	2022	2023e	2024e	2025e	Tržby 2024-26e
DocMorris	-7.2%	-2.5%	0.5%	2.8%	20%
Redcare Pharmacy	-2.5%	1.6%	3.0%	4.3%	24%
Průměr	**-4.8%**	**-0.5%**	**1.8%**	**3.6%**	**22%**
Pilulka Lékárny	0.0%	0.6%	1.6%	2.3%	10%
Prémie/diskont vůči průměru (p.b.)	*4.8*	*1.0*	*-0.1*	*-1.3*	*-11.9*

Zdroj: Refinitiv, Česká spořitelna Research

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Alternativní scénář DCF ocenění bez zahrnutí výpadku tržeb z cafeteria benefitů

Zde prezentujeme scénář DCF ocenění v případě, pokud bychom do našich odhadů nezapočítali výpadek online tržeb v ČR (cca 30% online tržeb Pilulky v ČR) potenciálně plynoucí ze zrušení daňového zvýhodnění cafeteria benefitů od roku 2024. I když česká vláda tento krok schválila jako součást konsolidačního balíčku veřejných financí, úprava ještě musí projít sněmovnou. I když si myslíme, že i zde bude změna schválena, nelze to v tuto chvíli říci s jistotou.

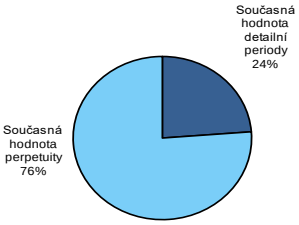
Dle tohoto scénáře by v případě nezahrnutí výpadku tržeb z cafeterií mohly tržby do roku 2027 růst tempem 13% CAGR na 4 mld. Kč a EBITDA dosáhnout 155 mil. Kč s EBITDA marží 3,9%. DCF ocenění pak indikuje možné rozpětí 533-739 Kč na akcii, a tedy potenciál vyššího ocenění o cca +80 až +290 Kč na akcii oproti našemu základnímu scénáři, ceteris paribus.

Výpočet WACC	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	**2031e**	**2032e**	**Perpetuita Normalizovné**
Bezriziková výnosová míra	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%
Riziková prémie akcií	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Beta faktor	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
Náklady vlastního kapitálu	**11.7%**	**11.7%**	**11.7%**	**11.7%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.8%**	**10.8%**	**9.7%**
Náklady cizího kapitálu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Efektivní daňová sazba	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	**4.7%**	**4.7%**	**4.7%**	**4.7%**	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Váha vlastního kapitálu	92%	91%	91%	91%	91%	90%	88%	87%	86%	85%
WACC	**11.1%**	**11.1%**	**11.1%**	**11.1%**	**10.2%**	**10.1%**	**10.0%**	**9.9%**	**9.9%**	**8.8%**

DCF valuace

(CZK mil.)	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	**2031e**	**2032e**	**Normalizovné**
Růst tržeb	*13%*	*14%*	*13%*	*11%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*3.0%*
Tržby	2,789	3,183	3,610	4,014	4,295	4,596	4,918	5,262	5,630	5,799
EBIT	22	54	85	108	128	146	171	194	219	231
EBIT marže	*0.8%*	*1.7%*	*2.3%*	*2.7%*	*3.0%*	*3.2%*	*3.5%*	*3.7%*	*3.9%*	*4.0%*
Efektivní daňová sazba	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*
Daň z EBIT	-2	-2	-5	-10	-27	-31	-36	-41	-46	-49
NOPLAT	**20**	**52**	**80**	**98**	**101**	**116**	**135**	**153**	**173**	**182**
+ Odpisy	36	39	42	45	48	52	56	60	64	61
Kapitálové investice / Odpisy	*114%*	*113%*	*112%*	*111%*	*115%*	*113%*	*111%*	*110%*	*109%*	*101%*
+/- Změny pracovního kapitálu	-1	-4	-4	-4	-4	-3	-3	-3	-2	-2
Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb	*-0.2%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.4%*	*-0.9%*	*-0.9%*	*-0.9%*	*-0.6%*	*-0.3%*
- Kapitálové investice	-41	-44	-47	-50	-55	-59	-62	-66	-69	-62
Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)	**14**	**43**	**70**	**89**	**90**	**106**	**126**	**144**	**165**	**180**
Růst v perpetuitě										*3.0%*
Hodnota perpetuity										3,176
Diskontované cash flow - k datu 31.12.2023e	13	35	51	58	54	57	62	64	67	1,187
Enterprise value - 31.12.2023e	**1,650**									
Minority	0									
Neprovozní aktiva	0									
Cistý dluh - 31.12.2023e	67									
Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2023e	**1,583**									
Počet akcií (mil.)	2.67									
Náklady vlastního kapitálu	11.7%									
12M cílová cena (CZK)	**627**									
Aktuální cena akcie (CZK) (k 17.7.2023)	460									
Potenciál růst + / poklesu -	*36%*									

Rozložení Enterprise value



Senzitivita (na akcii) :

WACC \ EBIT marže v terminální hodnotě	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**
7.9%	584	657	729	802	875
8.4%	542	608	673	739	805
8.9%	508	567	**627**	687	746
9.4%	478	533	588	643	697
9.9%	454	504	555	605	656

WACC \ Růst v terminální hodnotě	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
7.8%	626	673	729	798	885
8.3%	587	626	673	729	798
8.8%	554	587	**627**	673	729
9.3%	525	554	588	627	673
9.8%	500	525	554	588	627

Zdroj: Česká spořitelna Research

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Tabulky

Výsledovka (CAS, mil. Kč, 31/12)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Tržby	**2,380**	**2,447**	**2,476**	**2,589**	**2,891**
Výkonová spotřeba	2,143	2,188	2,245	2,342	2,608
Osobní náklady	224	259	221	210	222
Ostatní příjmy	32	18	18	18	18
Ostatní náklady	25	12	12	12	12
EBITDA	**21**	**-1**	**14**	**43**	**65**
Odpisy a amortizace	23	51	33	36	39
EBIT	**-14**	**-48**	**-21**	**4**	**24**
Finanční příjmy	1	0	0	0	0
Finanční náklady	12	16	27	16	15
Zisk před zdaněním	**-25**	**-64**	**-48**	**-12**	**9**
Daně	1	2	1	2	2
Čistý zisk	**-26**	**-66**	**-49**	**-14**	**7**
Zisk připadající na minoritní podíly	0	-1	0	0	0
Čistý zisk po minoritách	**-25**	**-65**	**-49**	**-14**	**7**
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10	-26	-20	-6	3

Rozvaha (CAS, mil. Kč, 31/12)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hmotná a nehmotná aktiva	**145**	**164**	**173**	**178**	**183**
Kladný konsolidační rozdíl	26	24	22	19	17
Záporný konsolidační rozdíl	-1	-1	0	0	0
Finanční aktiva	4	9	9	9	9
Dlouhodobá aktiva	**175**	**197**	**204**	**206**	**209**
Zásoby	155	187	218	236	260
Krátkodobé pohledávky	185	197	207	210	234
Hotovost	72	21	38	19	21
Oběžná aktiva	**412**	**405**	**463**	**465**	**515**
Časové rozlišení aktivní	2	4	4	4	4
CELKOVÁ AKTIVA	**589**	**606**	**670**	**675**	**728**
Vlastní kapitál	**204**	**140**	**159**	**145**	**152**
Menšinové podíly	**0**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
Cizí zdroje	**384**	**467**	**512**	**531**	**578**
Rezervy	**15**	**8**	**8**	**8**	**8**
Závazky	**369**	**459**	**504**	**523**	**569**
Dlouhodobé závazky	21	25	25	25	25
Krátkodobé závazky	348	434	479	498	544
z toho závazky k úvěrovým institucím	21	85	105	105	105
Časové rozlišení pasivní	1	0	0	0	0
CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ	**589**	**606**	**670**	**675**	**728**

Výkaz finančních toků (CAS, mil. Kč, 31/12)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Provozní cash flow	25	-38	-28	22	46
Investiční cash flow	-82	-77	-42	-41	-44
Finanční cash flow	-3	5	87	0	0
Změna hotovosti	**-60**	**-110**	**17**	**-19**	**2**

Marže a poměrové ukazatele	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Růst tržeb	33.7%	2.8%	1.2%	4.6%	11.7%
EBITDA marže	0.9%	0.0%	0.6%	1.6%	2.3%
EBIT marže	-0.6%	-1.9%	-0.9%	0.2%	0.8%
Čistá marže	-1.1%	-2.7%	-2.0%	-0.5%	0.2%
ROE	-12.5%	-46.3%	-30.8%	-9.6%	4.7%
Podíl vlastního kapitálu	34.7%	23.1%	23.7%	21.5%	20.8%
Čistý dluh	-50	64	67	86	84
Dluh k vlastnímu jmění	20.9%	78.3%	81.7%	89.6%	85.4%
Celkový investovaný kapitál	247	250	288	274	281

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

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

@Research_sporka

Financial Markets - Whosale & Trading and Financial Institutions

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

Financování a poradenství

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

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

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 jakýkoliv 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 Papíru) jsou uvedeny v tabulce „Střety zájmů České spořitelny ve vztahu k pokrývaným akciím na Pražské burze" – viz odkaz.

Dokument je za úplatu 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:

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)

ČEZ

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	Analytik vydávající doporučení
26.1.23	917	876	držet	Petr Bártek
12.10.22	920	800	držet	Petr Bártek
25.8.22	1,331	1,010	kupovat	Petr Bártek
5.10.21	880	765	akumulovat	Petr Bártek

Komerční banka

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	Analytik vydávající doporučení
31.1.23	900	733	kupovat	Thomas Unger
28.1.22	1085	955	akumulovat	Thomas Unger
4.11.21	v revizi	888	v revizi	Thomas Unger
16.12.20	710	631	akumulovat	Thomas Unger

Moneta

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
31.1.23	93	81	akumulovat	Thomas Unger
28.1.22	102	92	držet	Thomas Unger
16.12.21	102	93.9	držet	Thomas Unger
4.3.21	85	78	držet	Thomas Unger

Philip Morris CR

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
15.6.22	18160	16100	akumulovat	Jan Šafránek
29.6.20	15297	13480	akumulovat	Jan Šafránek
11.8.17	17640	15350	akumulovat	Pavel Smolík
20.6.17	15033	14970	držet	Pavel Smolík

Kofola

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
7.10.19	v revizi	290	v revizi	Petr Bártek
22.11.17	490	419	akumulovat	Petr Bártek
4.10.16	534	395	kupovat	Petr Bártek

VIG

Datum	Cílová cena (EUR)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
30.9.22	29	20.9	kupovat	Thomas Unger
17.6.21	32	32.4	kupovat	Thomas Unger
30.7.20	25	19.4	kupovat	Thomas Unger
29.3.19	29	22.7	kupovat	Thomas Unger

Colt CZ

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
3.10.22	613	520	akumulovat	Petr Bártek
13.5.21	446	350	kupovat	Petr Bártek

Pilulka

Datum	Cílová cena (Kč)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
18.7.23	451	460	držet	Jan Šafránek
5.4.23	v revizi	620	v revizi	Jan Šafránek
7.2.23	801	740	držet	Jan Šafránek
19.8.22	1,072	1,020	držet	Jan Šafránek

CTP

Datum	Cílová cena (EUR)	Tržní cena při vydání doporučení	Doporučení	
16.3.23	17.6	12.5	kupovat	Cezary Bernatek
26.4.22	20.0	14.4	kupovat	Cezary Bernatek
5.5.21	17.5	14.0	kupovat	Cezary Bernatek

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. Prognózovaná 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. Prognózovaná 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 úplatu 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 2023. 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

For the exclusive use of Erste Group Client. (Erste Group)