

Pilulka Lékárny a.s. – V revizi

Cílová cena: V revizi | Závěrečná cena 05.04.2023: 600 Kč

Analytik:

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

Konsolidované výsledky za rok 2022: Mírný meziroční růst tržeb s EBITDA -0,8 mil. Kč kvůli růstu nákladů a investicím. Management plánuje sekundární úpis nových akcií

Pilulka Lékárny a.s. zveřejnila výroční zprávu a konsolidované výsledky hospodaření za rok 2022. Výsledky ukázaly pokles EBITDA zisku na -0,8 mil. Kč i přes růst tržeb o 2,8% kvůli růstu nákladů, ovlivněným také expanzí na nové trhy. Provozní i čistý zisk byly znatelně pod našimi odhady, podobně jako vývoj celkového cash flow. Firma oznámila plán na sekundární úpis akcií k získání peněžních prostředků na další rozvoj. **Vzhledem ke zveřejněným výsledkům, jež byly pod našimi odhady a nejistotě ohledně konkrétních parametrů plánovaného úpisu akcií, dáváme naše doporučení na akcie Pilulka Lékárny prozatím do Revize (předchozí doporučení Držet s cílovou cenou 801 Kč/akcii).**

Tržby na konsolidované úrovni rostly meziročně o 2,8% na 2 447 mil. Kč (bez zahrnutí tržeb v rámci franšizové sítě na úrovni zhruba 1 mld. Kč). Předběžná čísla oznámená v lednu hovořila o růstu tržeb nad 2,5 mld. Kč, konečná čísla jsou tedy o něco nižší. Na zpomalení růstu tržeb oproti „pandemickým“ letům 2020 a 2021, kdy tržby rostly přes 40% resp. přes 30%, se loni podepsal útlum prodeje covid sortimentu a celkový útlum e-commerce, firma také snižovala počet kamenných lékáren a ve druhé polovině roku se projevil vliv vysoké inflace na spotřebu domácností.

Konsolidované výsledky hospodaření za rok 2022

Konsolidováno (CZK, mn)	2022		r/r	ČS odhad	Reportováno
	2021	2022		2022e	vs. odhad ČS
Tržby	2380.3	2447.3	2.8%	2514.0	-2.7%
Výkonová spotřeba	2142.7	2187.7	2.1%	2269.0	-3.6%
Osobní náklady	224.1	259.3	15.7%	246.0	5.4%
EBITDA zisk	29.0	-0.8	n.m.	7.3	n.m.
Provozní zisk	-14.0	-47.7	n.m.	-28.4	n.m.
Čistý zisk	-25.7	-65.8	n.m.	-40.4	n.m.
EBITDA marže	1.2%	0.0%	-1.2%	0.3%	-0.3%
Provozní marže	-0.6%	-1.9%	-1.4%	-1.1%	-0.8%
Čistá marže	-1.1%	-2.7%	-1.6%	-1.6%	-1.1%

Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research

Online prodeje zboží rostly celkově o 6%, v ČR o 5%, na Slovensku přes 11% a v Rumunsku prodeje stagnovaly. Slovensko pozitivně překvapilo mírně vyšším růstem, než jsme očekávali, na druhé straně pouhá stagnace tržeb v Rumunsku znatelně zaostala za tím, co jsme očekávali. Firma uvedla, že v

roce 2022 došlo v rumunské dceřiné společnosti k několika významným změnám. Nový management optimalizoval skladbu portfolia, procesy i nákladovou stránku businessu. V porovnání s vývojem celého e-commerce byl vývoj online tržeb Pilulky na jádrových trzích stále relativně silnější než u celého online trhu, kdy podle APEK poprvé v historii loni v ČR a na Slovensku klesla e-commerce o 12% resp. 13%. Dosavadní tržby v Maďarsku či Rakousku, kam firma vstoupila ke konci loňského roku, nyní nekomentovala.

Prodeje v kamenných lékárnách v ČR klesly o 22%, na čemž se projevil patrně hlavně pokles počtu kamenných lékáren o 7 poboček, o čemž firma informovala již s předběžnými výsledky v lednu.

Tržby dle zemí

(CZK, mn)	2021	2022	r/r
Česko	1815.7	1826.8	0.6%
online	1302.0	1367.3	5.0%
kamenné lékárny	406.0	317.1	-21.9%
Slovensko	490.4	546.4	11.4%
Rumunsko	74.2	74.1	-0.1%

Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research

Směrem k výhledu na letošní rok management očekává, že se v roce 2023 bude firma pohybovat okolo 15 % nad trhem. V tiskové zprávě nebylo uvedeno, jaká jsou očekávání pro vývoj trhu. V předchozích vyjádřeních management hovořil o vývoji tržeb na úrovni inflace. Vzhledem k našemu očekávání na stabilitu až mírný růst e-commerce v ČR v nominálním vyjádření by uvedený výhled implikoval růst tržeb Pilulky ve dvouciferných hodnotách. Management uvedl, že pro další roky očekává návrat růstu trhu k předcovidovým úrovním. Podle dostupných dat byl tento růst mezi 15-20%.

EBITDA skončila za rok 2022 v mírné ztrátě -0,8 mil. Kč oproti kladnému výsledku 29 mil. Kč v roce 2021, zejména kvůli růstu provozních nákladů (energie, služby, mzdy – jež rostly přes 15%), který vedle obecných inflačních tlaků pramenil také ze zahájené expanze do Maďarska a Rakouska v říjnu, resp. prosinci minulého roku. EBITDA zisk na trzích v ČR a SK podle firmy dosáhl 36,5 mil. Kč, což představuje marži 1,5%. Loni byla na těchto trzích marže dle našich kalkulací blízko 2% s úrovní EBITDA u 48 mil. Kč.

Management uvedl, že v roce 2023 se bude na jádrových trzích v ČR a SR soustředit především na zvyšování ziskovosti. Podle svého vyjádření již v závěru roku 2022 Pilulka významně optimalizovala nákladovou stránku s cílem připravit se na obtížný rok 2023. Škrty se týkaly bezmála 20% zaměstnanců pražské a bratislavské centrály, kde došlo především k zeštíhlení manažerské struktury.

Čistý výsledek hospodaření meziročně prohloubil ztrátu k 66 mil. Kč jak kvůli nižšímu provoznímu zisku z výše uvedených důvodů, tak také kvůli meziročně téměř dvojnásobně vyšším odpisům nad 50 mil. Kč (růst odpisů byl patrný zejména u nehmotného dlouhodobého majetku – software). Částečně se projevil i růst úrokových nákladů s podstatným růstem úrovně úvěrových závazků a růstem úrokových sazeb na českém trhu. Zejména kvůli vyšším odpisům, než jsme očekávali, byl výsledek hospodaření pod našimi odhady.

Cash flow firmy v roce 2022 bylo na úrovni -109,7 mil. Kč jako výsledek provozní ztráty, jež byla komentována výše, dále pak kvůli negativnímu vlivu změn pracovního kapitálu a zejména také vysokým kapitálovým investicím.

Změny pracovního kapitálu se projevily záporným cash flow -21 mil. Kč, což lze přičíst zřejmě hlavně na vrub zahraniční expanzi a souvisejícímu potřebnému růstu zásob. Investiční cash flow na úrovni -76,7 mil. Kč bylo meziročně mírně nižší, nicméně stále na vysokých úrovních v porovnání s lety před rokem 2021. Podle účetní závěrky se jednalo zejména o investice/vývoj do software ve výši téměř 55 mil. Kč a investice přes 28 mil. Kč do hmotných věcí. Předpokládáme, že investice se týkaly zejména zahraniční expanze včetně investic do skladů na Slovensku či nového skladu u Olomouce či vývoje v rámci e-health jako aplikace Plus Care. Firma během roku navýšila úvěrové závazky na 84,7 mil. Kč z 21,3 mil. Kč v roce 2021. Na konci roku 2022 měla firma peněžní prostředky ve výši 20,6 mil. Kč.

Management spolu s dnešními výsledky oznámil, že firma plánuje sekundární úpis akcií k získání kapitálu, jež bude použit na „další růst rozvíjejících se trhů, na investice do e-health platformy Plus Care, na investice do unikátního IS/IT řešení a na případné další sektorové akvizice“. Detaily možné emise firma v tiskové zprávě k výsledkům nezveřejnila, nicméně pozvánka na valnou hromadu, jež se bude konat 5.května, zahrnuje bod ke schválení zvýšení základního kapitálu společnosti úpisem max. 500 000 kusů nových akcií (cca 20% z celkového počtu vydaných akcií) v cenovém rozpětí 500-1000 Kč na akcii. Úpis má být dvoukolový s přednostním právem pro stávající akcionáře, v druhém kole pak bez přednostního práva na trhu START BCPP.

Zveřejněné výsledky hodnotíme celkově negativně. I když přibližné tržby firma před oznámila již v lednu, oznámený provozní i čistý zisk byly pod našimi odhady kvůli vyšším nákladům a odpisům. Stejně tak vývoj cash flow byl výrazně pod našimi odhady, zejména kvůli vyšším investicím, než jsme odhadovali. Vysoké investiční výdaje jako i pokles provozního hospodaření se projevily podstatným poklesem hotovosti a růstem zadlužení. Management patrně i v této souvislosti oznámil záměr na vydání nových akcií ke konci poloviny letošního roku k navýšení kapitálu. Výhled na letošní růst tržeb 15% nad trhem a očekávaný návrat růstu trhu v dalších letech k historickým trendům (což implikuje růst mezi 15-20%) lze na druhé straně vnímat pozitivně.

Vzhledem ke zveřejněným výsledkům, jež byly pod našimi odhady, a nejistotě ohledně konkrétních parametrů plánovaného úpisu akcií, dáváme naše doporučení na akcie Pilulky prozatím do Revize. Vzhledem k plánovanému úpisu akcií považujeme za důležité, aby management mj. blíže kvantifikoval plány na provozní úspory a výhled na kapitálové investice v kontextu probíhající zahraniční expanze.

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 5. dubna 2023

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 Skořepa	+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	oceph@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 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 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 5. dubna 2023

ČEZ			Komerční banka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
26.1.23	917	držet	31.1.23	900	kupovat
12.10.22	920	držet	28.1.22	1085	akumulovat
25.8.22	1,331	kupovat	4.11.21	v revizi	v revizi
5.10.21	880	akumulovat	16.12.20	710	akumulovat
Moneta			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
31.1.23	93	akumulovat	15.6.22	18160	akumulovat
28.1.22	102	držet	29.6.20	15297	akumulovat
16.12.21	102	držet	11.8.17	17640	akumulovat
4.3.21	85	držet	20.6.17	15033	držet
Kofola			VIG		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
7.10.19	v revizi	v revizi	30.9.22	28.5	kupovat
22.11.17	490	akumulovat	17.6.21	32	kupovat
4.10.16	534	kupovat	30.7.20	25	kupovat
			29.3.19	29	kupovat
Colt CZ			Pilulka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
3.10.22	613	akumulovat	5.4.23	v revizi	v revizi
13.5.21	446	kupovat	7.2.23	801	držet
			19.8.22	1,072	držet
			28.2.22	1,385	držet
CTP			Avast		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
16.3.23	17.6	kupovat			
26.4.22	20.0	kupovat			
5.5.21	17.5	kupovat			
O2 ČR			Avast		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.12.21	pokrytí ukončeno		3.8.22	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 volatilit. 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 konzultovat 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