

# Pilulka.cz

## Není čím se kasat

18. října 2023

Česká republika

Maloobchod

| mil. Kč             | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| Tržby               | 2447 | 2221  | 2497  | 2819  |
| % růst              | 3%   | -9%   | 12%   | 13%   |
| EBITDA              | -1   | -12   | 20    | 61    |
| EBITDA marže        | 0,0% | -0,6% | 0,8%  | 2,2%  |
| NOPAT               | -48  | -62   | -15   | 16    |
| Kapitálové výdaje   | -77  | -40   | -27   | -37   |
| Odpisy a amortizace | 53   | 52    | 36    | 49    |
| WACC                | n.a. | 11,4% | 11,4% | 11,4% |
| FCFF                | -115 | -52   | -7    | 20    |
| Celkový dluh        | 85   | 84    | 83    | 82    |

První polovina roku nedopadla pro Pilulku nejlépe. Neúspěšný sekundární úpis si vynutil odchod z rumunského trhu a přijetí série úsporných opatření. **Hospodářské výsledky jsou navíc velkým zklamáním, jelikož spolu s výhledem na celý rok implikují až 10% meziroční pokles tržeb.** Plánovaných 2,2 mld. Kč je až 400 mil. Kč za odhady z prospektu k SPO. To všechno značně narušilo růstovou tezi Pilulky a také zvýšilo důraz na brzké dosažení profitability. Proto **opět snižujeme cílovou cenu akcií Pilulka z 362 Kč na 329 Kč na akcii a doporučení měníme z REDUKOVAT zpátky na PRODAT.**

- Tržní prostředí není e-commerce nakloněné – kromě inflace je problémem také **pravděpodobnost kontrakce českého HDP** a poklesu poptávky.
- Neúspěšný sekundární úpis akcií Pilulky si vynutil **odchod z Rumunska** a přijetí série úsporných opatření.
- Výsledky za první polovinu roku jsou navíc vysoce neuspokojivé a **skončily daleko za plánem představeným k SPO** (tržby 2,2 mld. Kč vs 2,6 mld. Kč).
- Management to přisuzuje rozvázání spolupráce s Benefit Management (dopad 300 mil. Kč), **o té se však vědělo již v únoru 2023.**
- Prospekt k IPO z roku 2021 navíc prognózoval pro letošní rok tržby až 3,4 mld. Kč (**realita o 1,2 mld. Kč horší**).
- Meziroční pokles tržeb **narušuje růstovou investiční tezi Pilulky** a vynutí si ještě razantnější úsporná opatření, chce-li se společnost vyhnout dalšímu úpisu akcií.
- Dle našich shovívavých odhadů bude **průměrný roční růst tržeb CAGR mezi roky 2023 až 2032 kolem 8,5 %** a v roce 2032 dosáhnou tržby 4,6 mld. Kč.
- Pro celé období stanovujeme diskontní míru **WACC na 11,4 %** a její snížení o necelý 1 p.b. přidává k cílové ceně cca 50 Kč na akcii.
- Výnos ze sekundárního úpisu by měl být za určitých příznivých okolností nadále dostatečný, **další úpis zatím nepředpokládáme.**

Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu se proto posouvá **z 362 Kč na 329 Kč za akcii** a při současné ceně 370 Kč za akcii (-11 %) **odpovídá doporučení PRODAT.**

## PRODAT

|                         |               |
|-------------------------|---------------|
| <b>6M Cílová cena</b>   | <b>329 Kč</b> |
| Předešlá cílová cena    | 362 Kč        |
| 6M Dividenda            | 0 Kč          |
| Současná cena           | 370 Kč        |
| <b>6M Celkový výnos</b> | <b>-11 %</b>  |

ISIN CZ0009009874  
Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 0,99 mld. Kč  
Počet akcií 2,67 mil.  
Free-float 32 %

Výnos **1M 3M 12M**  
Absolutní -2,1% -17,2% -52,4%  
Rel. k PX Index -2,2% -20,7% -83,9%



Ján Hladký

Equity Analyst

+420 221 424 183

hladky@patria.cz

## OBSAH

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| TRŽNÍ PROSTŘEDÍ .....               | - 3 -  |
| PILULKA V PRVNÍM POLOLETÍ .....     | - 5 -  |
| ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU ..... | - 6 -  |
| RIZIKA VALUACE.....                 | - 9 -  |
| FINANČNÍ UKAZATELE .....            | - 10 - |
| DISCLAIMER.....                     | - 11 - |

## TRŽNÍ PROSTŘEDÍ

**E-commerce si prochází  
periodou prudkého  
ochlazení růstu i kvůli  
inflaci**

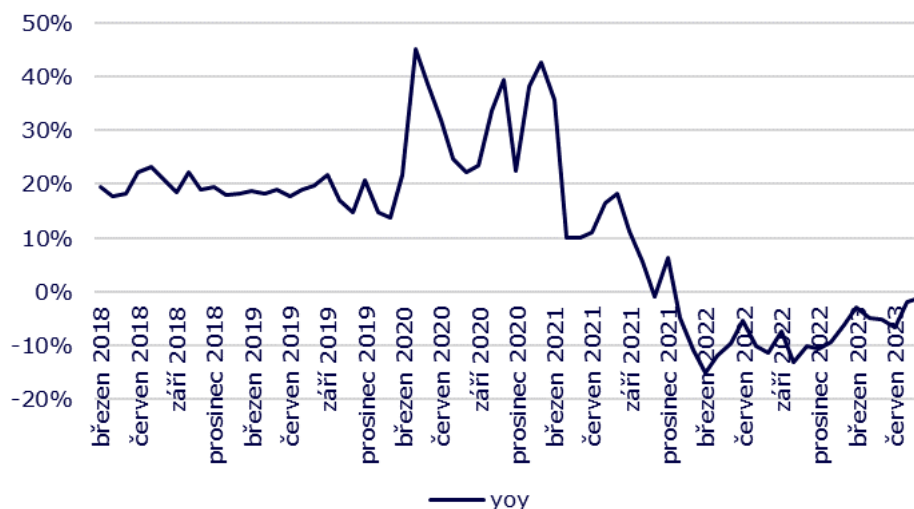
Pilulka se profiluje primárně jako online lékárna, nicméně její portfolio prodávaného zboží zahrnuje také kosmetiku, výživové doplňky, zdravotnický materiál, sportovní výživu nebo drobnou elektroniku. Z tohoto důvodu **není imunní vůči problémům, které loni postihly širší e-commerce** a které jsou stěžejní pro prognózu tržeb na dalších pár let.

Zatímco během pandemie se mluvilo o urychleném přechodu západních ekonomik do digitálního světa, z kvartálních výsledků společností a statistických dat **vidíme, že se jednalo spíše o jednorázové navýšení poptávky**. Spolu s koncem koronavirových lockdownů se zákazníci vrátili ke starému nákupnímu vzorci a e-commerce začal prudce zpomalovat.

Spotřebitelé v České republice byli navíc loni i letos zasaženi **obzvlášť silnou inflační vlnou**. Dle dat Českého statistického úřadu dosáhl meziroční růst cen vrcholu v září 2022, a to až na úrovni 18 %. V takovémto prostředí **spotřebitel přirozeně omezuje své diskrétní výdaje**. Situace se sice postupně uklidňuje, avšak poslední čísla za září 2023 udávala pořád inflaci až 7 %. Návrat na cílové 2 % očekává Česká národní banka až v polovině příštího roku.

Oba tyto faktory (konec lockdownů a inflace) přispěly k prudkému ochlazení českého e-commerce, což ostatně dokládají i data o maloobchodu přes internet od Českého statistického úřadu. Zatímco před koronakrizí se meziroční růst držel stabilně kolem 20 %, **celý loňský rok a začátek letoška jsou charakterizovány meziročními poklesy**. A to navzdory tomu, že srovnávací základna už byla v posledních měsících výrazně nižší.

Maloobchod přes internet (stálé ceny)

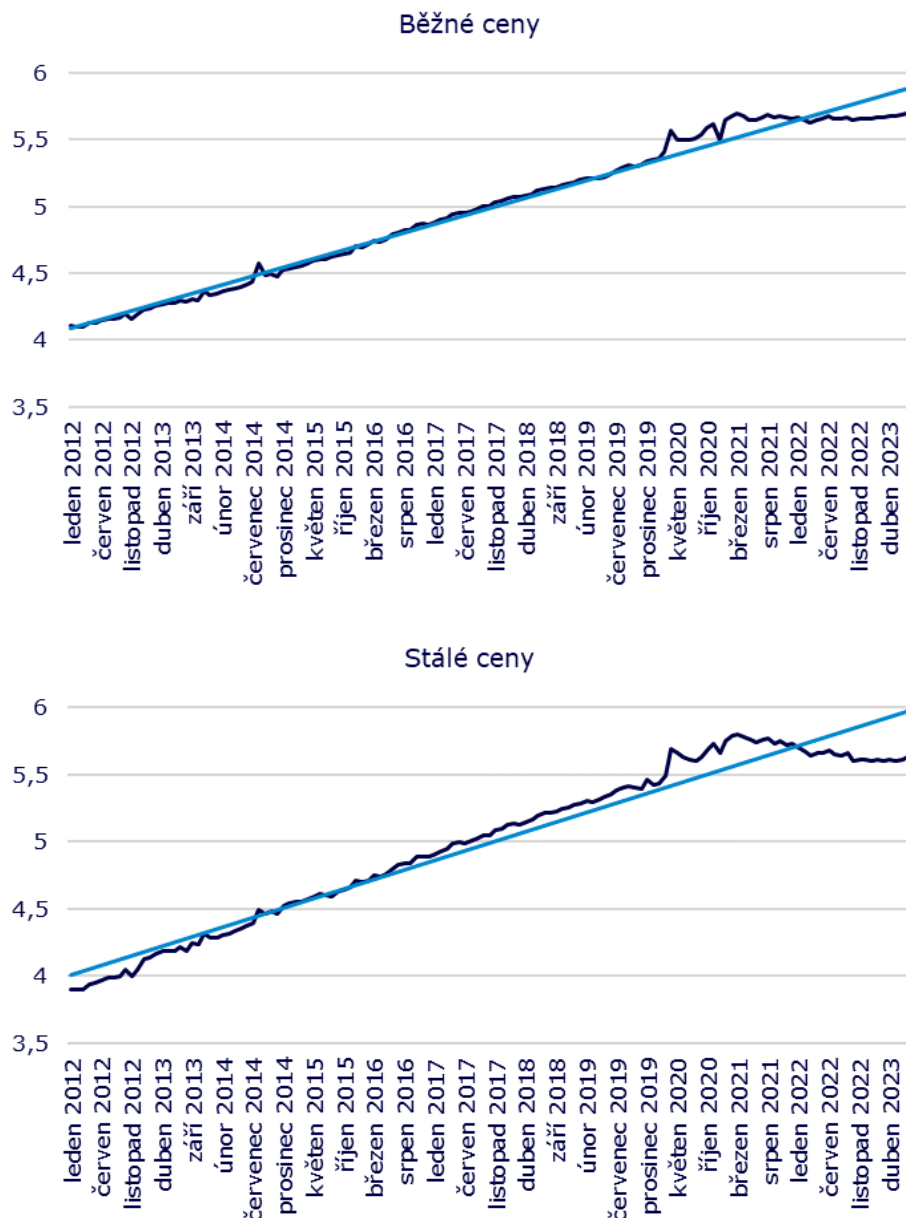


Zdroj: CZSO, Patria Finance

Dlouhodobější pohled od roku 2012 odhaluje, že tržby v e-segmentu českého maloobchodu si dlouho držely velmi stabilní trend (níže na logaritmovaných datech), od kterého se odchýlily v posledních třech letech. Namísto strukturálního zlomu a nástupu rychlejšího trendu však sledujeme zpomalení, respektive pokles. **Z toho usuzujeme, že dlouhodobý trend zůstává platný a covidové období bylo do značné míry anomálií, která je nyní korigována.**

Skutečnou sílu propadu pak ilustrují tržby v odvětví vyjádřené ve stálých cenách, které je očišťují o inflaci (druhý graf). Na něm je vidět, že **návrat zpátky k trendu se postupně protahuje**. Index tržeb je aktuálně na stejné úrovni, jako byl v polovině roku 2020, takže už vrátil většinu koronavirové podpory.

Z této logiky posouváme i náš výhled pro tento segment trhu o další rok a návrat tržeb v českých e-shopech zpátky na trend očekáváme až za jeden až dva roky.



Zdroj: CZSO, Patria Finance

**Roste také  
pravděpodobnost  
kontrakce českého HDP  
a poklesu poptávky**

V námi odhadovaném růstu tržeb jsme značně konzervativní i z důvodu rostoucího **nebezpečí přicházející recese a kontrakce českého HDP**. Aktuální prognóza ČNB počítá s letošním růstem domácího HDP o pouhých 0,1 % a návrat ke 3 % udává až v roce 2025. Výhled se navíc od naší letní revize modelu ještě zhoršil, jelikož tehdy počítal s 0,5% růstem v tomto roce a s 3% již v roce příštím.

## PILULKA V PRVNÍM POLOLETÍ

**Neúspěšné SPO si vynutilo odchod z Rumunska a úsporná opatření**

**Výsledky za 1H23 skončily daleko za plánem z SPO**

První polovina roku neproběhla pro Pilulku příliš radostně. Začneme **neúspěšným SPO**, během něhož se upsalo cca 40 tis. ks akcií proti nabízeným 500 tis. Výsledkem byl čistý výnos sotva 65 mil. Kč, což značně narušilo byznys plán managementu stavěný na výnosu více než 250 mil. Kč.

Společnost musela kvůli konzervaci kapitálu přijmout **sérii úsporných opatření**, která měla kromě jiného i urychlit cestu k profitabilitě. V rámci úsporného balíčku **opustila Pilulka ztrátový rumunský trh**, rozvázala smlouvy s 50 zaměstnanci a reorganizovala management.

Hospodářské výsledky za první polovinu roku, které byly oznámeny spolu s podzimním Start Day jsou však všechno, jen ne přesvědčivé. Úsporná opatření zřejmě probíhají dle plánu, **problém je ale na straně tržeb**. Rozdíl proti tomu, co bylo akcionářům slíbeno v prospektech SPO, je až nepochopitelně velký.

Začneme menšími položkami jako nové trhy Rakouska a Maďarska, které měly v tomto roce dosáhnout tržby téměř 50 mil. Kč. Realita za 1H23 je však 8 mil. Kč z Rakouska a 10 mil. Kč z Maďarska. Pokud půjde druhá polovina roku stejně, **rozdíl proti plánu dosáhne pro každou zemi až 30 mil. Kč**.

Ještě větším problémem jsou ale dva hlavní růstové regiony, tedy Česká republika a Slovensko. **Online tržby v ČR dosáhly sotva 610 mil. Kč** a po analýze na celý rok 2023 bychom se dívali na rozdíl proti plánu cca 180 mil. Kč. U slovenského regionu je rozdíl cca 100 mil. Kč. Následující tabulka shrnuje rozdíly dosažených výsledků a srovnává je s plánem před SPO:

| mil. Kč      | 2023 SPO    | 1H23        | 2023E       | rozdíl      |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Tržby</b> | <b>2612</b> | <b>1119</b> | <b>2212</b> | <b>-400</b> |
| CZ online    | 1408        | 614         | 1228        | -180        |
| CZ offline   | 316         | 174         | 349         | 33          |
| SK           | 583         | 239         | 479         | -104        |
| RO           | 77          | 26          | 26          | -51         |
| AT           | 47          | 8           | 16          | -31         |
| HU           | 48          | 10          | 20          | -28         |
| Plus Care    | 7           | 0           | 0           | 0           |
| Ostatní      | 126         | 48          | 95          | -38         |

Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Uznáváme, že způsob celoročního plánování, kdy se první polovina roku jednoduše vynásobí dvěma, není pro sezónní maloobchod nejvhodnější. Nicméně jsme se tak **dopracovali ke stejnému číslu (2,2 mld. Kč)**, jaké v prezentaci ke Start Day představil pro tento rok management Pilulky. **Proti plánu starému jen pár měsíců tak společnost zaostává o 400 mil. Kč**.

Jako oficiální důvod management uvedl **omezení benefitního programu, které by mělo mít dopad přibližně 300 mil. Kč na tržby za celý rok 2023**. Zprávy o tom, že Pilulka ruší spolupráci s Benefit Management, se však objevily již na začátku tohoto roku a tato skutečnost měla být v odhadech pro potřeby SPO zahrnuta. Je otázkou, proč se tak nestalo.

## ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU

### Pilulku oceňujeme metodou diskontovaných peněžních toků (DCF)

Naše ocenění společnosti Pilulka se nadále **opírá výhradně o tradiční metodu diskontovaných peněžních toků (DCF)**. Pořád zastáváme názor, že valuace přes tržní násobky srovnatelných společností naráží právě na nedostatek srovnatelných společností. Vývoj akcií a valuací společností jako DocMorris (někdejší Zur Rose) a Shop Apotheke nám dal navíc zapravdu v tom, že tržní násobky jsou kvůli své volatilitě pro ocenění nevhodné.

Těžce neuspokojivá první polovina roku si ale vynutila znatelné úpravy i v našem už tak konzervativním modelu, a to ze dvou hlavních důvodů. Za prvé, **meziroční pokles tržeb o téměř 10 %** je u společnosti, jejíž valuace se opírá o budoucí růst odemykající posléze výnosy z rozsahu, poměrně problematický. Narušuje se tím základní pilíř investiční teze. Je nutno poukázat i na fakt, že původní prospekt k IPO v roce 2021 plánoval pro tento rok tržby 3,4 mld. Kč. **Rozdíl 1,2 mld. Kč je tedy značný** a vrhá špatné světlo na schopnosti managementu.

Za druhé, Pilulka nyní opět balancuje na hraně toho, **zda kapitál ze sekundárního úpisu bude do budoucna stačit**. Výhled nebyl příznivý již s tržbami, se kterými jsme počítali po SPO a nyní je situace pro Pilulku a její akcionáře ještě problematictější. Pokud jsme tudíž byli až doteď v našich odhadech shovívaví, nyní naše shovívavost nabývá nebývalých rozměrů.

### Nejpodstatnější změnou modelu je podstatné zpomalení růstu tržeb

Pro tržby prognózuje po letošním propadu návrat k růstu o 12 % v roce 2024. Roky 2025 a 2026 pak budou charakterizovány návratem růstu nad trend, avšak výrazně pomaleji než v předešlých odhadech. Růst pak v následujících letech normalizujeme směrem k 3 % v terminální periodě. Výsledkem je **8,5% průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2023 až 2032 až na hodnotu 4,6 mld. Kč v roce 2032**. Pro porovnání, poslední letní update modelu počítal s CAGR tržeb cca 10 % až na hodnotu 6,3 mld. Kč v roce 2031.

Následující tabulka shrnuje naše aktuální předpoklady (tržby online zahrnují i tržby z doplňkových služeb):

| mil. Kč              | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        | 2030        | 2031        | 2032        |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Celkové tržby</b> | <b>2221</b> | <b>2497</b> | <b>2819</b> | <b>3212</b> | <b>3571</b> | <b>3874</b> | <b>4129</b> | <b>4330</b> | <b>4483</b> | <b>4627</b> |
| % růst               | -9%         | 12%         | 13%         | 14%         | 11%         | 8%          | 7%          | 5%          | 4%          | 3%          |
| <b>Tržby online</b>  | <b>1868</b> | <b>2186</b> | <b>2539</b> | <b>2924</b> | <b>3275</b> | <b>3569</b> | <b>3815</b> | <b>4006</b> | <b>4150</b> | <b>4283</b> |
| % růst               | -12%        | 17%         | 16%         | 15%         | 12%         | 9%          | 7%          | 5%          | 4%          | 3%          |
| Česká republika      | 1329        | 1541        | 1772        | 2020        | 2222        | 2378        | 2497        | 2622        | 2727        | 2836        |
| Slovensko            | 478         | 573         | 659         | 758         | 863         | 963         | 1068        | 1121        | 1155        | 1173        |
| Rumunsko             | 26          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Rakousko             | 16          | 32          | 48          | 65          | 84          | 101         | 111         | 117         | 119         | 121         |
| Maďarsko             | 20          | 40          | 60          | 81          | 105         | 126         | 139         | 146         | 149         | 152         |
| <b>Tržby offline</b> | <b>353</b>  | <b>311</b>  | <b>279</b>  | <b>288</b>  | <b>296</b>  | <b>305</b>  | <b>315</b>  | <b>324</b>  | <b>334</b>  | <b>344</b>  |

Zdroj: Patria Finance

Pro lepší ilustraci změn přikládáme předpoklady, které jsme uváděli v posledním reportu z 30. června 2023:

| mil. Kč              | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        | 2030        | 2031        | 2032        |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Celkové tržby</b> | <b>2611</b> | <b>2819</b> | <b>3231</b> | <b>3713</b> | <b>4161</b> | <b>4540</b> | <b>4853</b> | <b>5090</b> | <b>5268</b> | <b>5432</b> |
| % růst               | 7%          | 8%          | 15%         | 15%         | 12%         | 9%          | 7%          | 5%          | 3%          | 3%          |
| <b>Tržby online</b>  | <b>2338</b> | <b>2579</b> | <b>3015</b> | <b>3490</b> | <b>3932</b> | <b>4304</b> | <b>4610</b> | <b>4840</b> | <b>5010</b> | <b>5167</b> |
| % růst               | 10%         | 10%         | 17%         | 16%         | 13%         | 9%          | 7%          | 5%          | 4%          | 3%          |
| Česká republika      | 1585        | 1744        | 2005        | 2286        | 2515        | 2691        | 2825        | 2966        | 3086        | 3209        |
| Slovensko            | 608         | 693         | 797         | 917         | 1043        | 1165        | 1291        | 1356        | 1396        | 1418        |
| Rumunsko             | 74          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Rakousko             | 34          | 68          | 102         | 138         | 179         | 215         | 236         | 248         | 253         | 258         |
| Maďarsko             | 37          | 74          | 111         | 150         | 195         | 234         | 257         | 270         | 275         | 281         |
| <b>Tržby offline</b> | <b>273</b>  | <b>240</b>  | <b>216</b>  | <b>222</b>  | <b>229</b>  | <b>236</b>  | <b>243</b>  | <b>250</b>  | <b>258</b>  | <b>266</b>  |

Zdroj: Patria Finance

### V modelu zohledňujeme nově i razantnější úsporná opatření

Aby se Pilulka vyhnula dalšímu navyšování kapitálu, bude muset **ještě razantněji přistoupit k úsporným opatřením**. Právě vlastní náklady jsou však něco, co má management poměrně pevně v rukách, takže si nemyslíme, že je tento cíl nedosažitelný. Největší efekt se dle našeho názoru projeví až v roce 2025, kdy očekáváme hrubou marži cca 10,8 %, neboli přibližně na hodnotě, na níž byla před prudkou expanzí roku 2021.

Spolu s mírným snížením kapitálové náročnosti (především u pracovního kapitálu), by se tak Pilulka mohla vyhnout dalšímu úpisu akcií. Modelujeme, že **hotovost dosáhne minima v roce 2024 na úrovni 9 mil. Kč**.

### WACC

### Diskontní míru pro celé období jsme stanovili na 11,4 %

Jako diskontní míru **používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)** stanovený na 11,4 %. K běžnému výpočtu (10,9 %) nadále přidáváme přírážku za likviditu, avšak už jen 0,5 % místo 1 %, jelikož trh Start letos úspěšně přešel na kontinuální obchodování. Nízký objem zobchodovaných akcií (loni cca 90 tis. ks) však zůstává nadále problémem. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

| WACC                              | 11,4%        |
|-----------------------------------|--------------|
| <b>Náklady cizího kapitálu</b>    | <b>9,7%</b>  |
| Daňová sazba                      | 19%          |
| Celkový dluh                      | 84 mil. Kč   |
| <b>Váha dluhu</b>                 | <b>7,6%</b>  |
| Bezriziková úr. míra              | 3,5%         |
| Beta                              | 1,28         |
| Upravená beta (relevered)         | 1,13         |
| Equity risk premium (ERP)         | 5,9%         |
| Country risk premium (CRP)        | 0,9%         |
| <b>Náklady vlastního kapitálu</b> | <b>11,1%</b> |
| Tržní kapitalizace                | 0,99 mld. Kč |
| <b>Váha vlastního kapitálu</b>    | <b>92,4%</b> |
| <b>Přirážka za likviditu</b>      | <b>0,5%</b>  |

Zdroj: Patria Finance

## DCF MODEL

Jak bylo zmíněno, pro potřeby DCF ocenění jsme modelovali zvlášť roky 2023 až 2032. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

| mil. Kč  | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        | 2030        | 2031        | 2032        | Terminál           |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| <b>Tržby</b>                                       | <b>2221</b> | <b>2497</b> | <b>2819</b> | <b>3212</b> | <b>3571</b> | <b>3874</b> | <b>4129</b> | <b>4330</b> | <b>4483</b> | <b>4627</b> |                    |
| % růst   | -9%         | 12%         | 13%         | 14%         | 11%         | 8%          | 7%          | 5%          | 4%          | 3%          |                    |
| Hrubý zisk   | 220         | 256         | 304         | 344         | 388         | 418         | 442         | 464         | 484         | 504         |                    |
| Hrubá marže  | 9,9%        | 10,2%       | 10,8%       | 10,7%       | 10,9%       | 10,8%       | 10,7%       | 10,7%       | 10,8%       | 10,9%       |                    |
| <b>EBITDA</b>                                      | <b>-12</b>  | <b>20</b>   | <b>61</b>   | <b>89</b>   | <b>128</b>  | <b>151</b>  | <b>171</b>  | <b>186</b>  | <b>203</b>  | <b>221</b>  |                    |
| % růst   | n.a.        | n.a.        | 213%        | 45%         | 43%         | 18%         | 13%         | 9%          | 9%          | 9%          |                    |
| EBITDA marže                                       | -0,6%       | 0,8%        | 2,2%        | 2,8%        | 3,6%        | 3,9%        | 4,1%        | 4,3%        | 4,5%        | 4,8%        |                    |
| <b>EBIT</b>  | <b>-62</b>  | <b>-15</b>  | <b>16</b>   | <b>57</b>   | <b>91</b>   | <b>111</b>  | <b>127</b>  | <b>140</b>  | <b>156</b>  | <b>175</b>  |                    |
| Úrokové náklady                                    | 8           | 8           | 8           | 8           | 8           | 8           | 8           | 7           | 7           | 7           |                    |
| Daňová sazba                                       | 0%          | 0%          | 0%          | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         |                    |
| Daň  | 0           | 0           | 0           | 9           | 16          | 20          | 23          | 25          | 28          | 32          |                    |
| <b>Čistý zisk po zdanění</b>                       | <b>-71</b>  | <b>-23</b>  | <b>8</b>    | <b>40</b>   | <b>67</b>   | <b>84</b>   | <b>97</b>   | <b>108</b>  | <b>120</b>  | <b>136</b>  |                    |
| <b>NOPAT</b>                                       | <b>-62</b>  | <b>-15</b>  | <b>16</b>   | <b>46</b>   | <b>74</b>   | <b>90</b>   | <b>103</b>  | <b>114</b>  | <b>126</b>  | <b>142</b>  |                    |
| Odpisy a amortizace                                | 52          | 36          | 48          | 34          | 39          | 42          | 45          | 47          | 49          | 48          |                    |
| Kapitálové výdaje                                  | 40          | 27          | 37          | 42          | 45          | 46          | 47          | 48          | 47          | 46          |                    |
| % tržeb  | 1,8%        | 1,1%        | 1,3%        | 1,3%        | 1,3%        | 1,2%        | 1,2%        | 1,1%        | 1,1%        | 1,0%        |                    |
| Změna prac. kapitálu                               | 2           | 1           | 6           | 7           | 9           | 8           | 8           | 4           | 2           | 1           |                    |
| <b>FCFF</b>  | <b>-52</b>  | <b>-7</b>   | <b>20</b>   | <b>32</b>   | <b>59</b>   | <b>77</b>   | <b>93</b>   | <b>109</b>  | <b>127</b>  | <b>143</b>  | <b>1759</b>        |
| % růst   | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 57%         | 84%         | 32%         | 20%         | 17%         | 16%         | 13%         |                    |
| WACC   | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%       | 11,4%              |
| Míra dlouhodobého růstu                            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 3%                 |
| Diskontní faktor                                   | 1,00        | 0,90        | 0,81        | 0,72        | 0,65        | 0,58        | 0,52        | 0,47        | 0,42        | 0,38        |                    |
| <b>Diskontovaný FCFF</b>                           | <b>-52</b>  | <b>-6</b>   | <b>16</b>   | <b>23</b>   | <b>38</b>   | <b>45</b>   | <b>49</b>   | <b>51</b>   | <b>53</b>   | <b>54</b>   | <b>666</b>         |
| 2023 – 2032  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 272 mil. Kč        |
| Terminální perioda                                 |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 666 mil. Kč        |
| <b>Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | <b>938 mil. Kč</b> |
| Hotovost   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 25 mil. Kč         |
| Dluh   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 84 mil. Kč         |
| <b>Tržní kapitalizace</b>                          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | <b>879 mil. Kč</b> |
| Počet akcií  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 2,67 mil.          |
| <b>Cílová cena</b>                                 |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | <b>329 Kč</b>      |
| Aktuální cena                                      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 370 Kč             |
| <b>Upside/downside</b>                             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | <b>-11%</b>        |

Zdroj: Patria Finance

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální hodnotě se ukryvá až 71 % celkové valuace společnosti**. Následující tabulka shrnuje citlivost cílové ceny Pilulky na pohyb ukazatele WACC a na pohyb míry dlouhodobého růstu. **Je nutno podotknout, že právě snížení WACC o skoro 1 p.b. (z původních 12,5 %) přihodilo k cílové ceně cca 50 Kč (cca 15 %).**



|      |       | Míra dlouhodobého růstu |      |      |      |      |
|------|-------|-------------------------|------|------|------|------|
|      |       | 2,0%                    | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| WACC | 12,4% | 257                     | 267  | 279  | 291  | 305  |
|      | 11,9% | 278                     | 289  | 302  | 317  | 334  |
|      | 11,4% | 300                     | 314  | 329  | 346  | 366  |
|      | 10,9% | 326                     | 342  | 359  | 379  | 402  |
|      | 10,4% | 355                     | 373  | 394  | 418  | 445  |

Zdroj: Patria Finance

Procentuální změna ceny je pak následující:

|      |       | Míra dlouhodobého růstu |      |      |      |      |
|------|-------|-------------------------|------|------|------|------|
|      |       | 2,0%                    | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| WACC | 12,4% | -22%                    | -19% | -15% | -11% | -7%  |
|      | 11,9% | -16%                    | -12% | -8%  | -4%  | 1%   |
|      | 11,4% | -9%                     | -5%  | 0%   | 5%   | 11%  |
|      | 10,9% | -1%                     | 4%   | 9%   | 15%  | 22%  |
|      | 10,4% | 8%                      | 13%  | 20%  | 27%  | 35%  |

Zdroj: Patria Finance

**Hlavní rizika naší valuace sledujeme v plánované profitabilitě, regionální expanzi a širších ekonomických faktorech**

## RIZIKA VALUACE

Hlavní riziko celého našeho ocenění vidíme v předpokladu, že **se provozní zisk postupně dostane do černých čísel a následně se tam i udrží**. Takovýto vývoj prognózujeme od roku 2025 s provozní marží kolem 0,6 % a její následný růst až na 3,8 % v roce 2032. Kromě provozních nákladových položek však bude **společnost muset kontrolovat i kapitálové výdaje**, jelikož zejména nákladná expanze let 2021 a 2022 ukázala, jak rychle se výnos z úpisu akcií dokáže vytratit.

Druhé riziko, o kterém jsme již mluvili, je **probíhající regionální expanze, nyní tedy už jen do Rakouska a Maďarska**. V tomto případě se ale jedná o riziko oběma směry. Nezávládnutá expanze může skončit jako čistě nákladová přítěž (viz Rumunsko), která by stáhla náš odhad volného cashflow níž. Na druhou stranu, otevření nových trhů může zrychlit růst tržeb, což by i při současných provozních maržích posunulo valuaci nahoru.

Do třetice je dobré podtrhnout **aktuální makroekonomická rizika**, která se do valuace mohou nakonec promítnout víc, než s čím nyní počítáme. Primárně se nyní jedná o protáhlou a hlubokou recesi, jelikož v našem modelu počítáme jen s malým zpomalením ekonomiky v tomto a v příštím roce.

## FINANČNÍ UKAZATELE

| Tržby (mil. Kč)      | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Celkové tržby</b> | <b>2380</b> | <b>2447</b> | <b>2221</b> | <b>2497</b> | <b>2819</b> |
| % růst               | 34%         | 3%          | -9%         | 12%         | 13%         |
| <b>Tržby online</b>  | <b>1972</b> | <b>2127</b> | <b>1868</b> | <b>2186</b> | <b>2539</b> |
| % růst               | 48%         | 8%          | -12%        | 17%         | 16%         |
| Česká republika      | 1410        | 1510        | 1329        | 1541        | 1772        |
| Slovensko            | 488         | 543         | 478         | 573         | 659         |
| Rumunsko             | 74          | 74          | 26          | 0           | 0           |
| Rakousko             | 0           | 1           | 16          | 32          | 48          |
| Maďarsko             | 0           | 3           | 20          | 40          | 60          |
| <b>Tržby offline</b> | <b>408</b>  | <b>321</b>  | <b>353</b>  | <b>311</b>  | <b>279</b>  |
| % růst               | -8%         | -21%        | 10%         | -12%        | -10%        |

| Profitabilita (mil. Kč)         | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E       | 2025E      |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|
| <b>Hrubý zisk</b>               | <b>238</b>   | <b>260</b>   | <b>220</b>   | <b>256</b>  | <b>304</b> |
| Hrubá marže                     | 10,0%        | 10,6%        | 9,9%         | 10,2%       | 10,8%      |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>29</b>    | <b>-1</b>    | <b>-12</b>   | <b>20</b>   | <b>61</b>  |
| EBITDA marže                    | 1,2%         | 0,0%         | -0,6%        | 0,8%        | 2,2%       |
| <b>Čistý zisk</b>               | <b>-26</b>   | <b>-66</b>   | <b>-71</b>   | <b>-23</b>  | <b>8</b>   |
| Čistá marže                     | -1,1%        | -2,7%        | -3,2%        | -0,9%       | 0,3%       |
| <b>Čistý zisk na akcii (Kč)</b> | <b>-10,3</b> | <b>-26,3</b> | <b>-28,2</b> | <b>-9,1</b> | <b>3,1</b> |

| Rozvaha (mil. Kč)     | 2021       | 2022       | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Aktiva</b>         | <b>589</b> | <b>606</b> | <b>583</b> | <b>597</b> | <b>625</b> |
| Dlouhodobý majetek    | 175        | 197        | 193        | 183        | 169        |
| Oběžná aktiva         | 412        | 405        | 390        | 414        | 456        |
| Hotovost              | 72         | 21         | 25         | 9          | 22         |
| <b>Pasiva</b>         | <b>589</b> | <b>606</b> | <b>583</b> | <b>597</b> | <b>625</b> |
| Vlastní kapitál       | 204        | 140        | 137        | 114        | 122        |
| Celkový dluh          | 21         | 85         | 84         | 83         | 82         |
| Závazky z obch. styku | 348        | 352        | 349        | 392        | 414        |
| Rezervy               | 15         | 8          | 10         | 10         | 10         |
| Menšinové podíly      | 0          | -1         | 0          | 0          | 0          |

| Cashflow (mil. Kč)        | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| NOPAT                     | -14  | -48  | -62   | -15   | 16    |
| Daňová sazba              | 0%   | 0%   | 0%    | 19%   | 19%   |
| Odpisy a amortizace       | 35   | 53   | 52    | 36    | 49    |
| Kapitálové výdaje         | -82  | -77  | -40   | -27   | -37   |
| Změna pracovního kapitálu | -6   | 21   | 2     | 1     | 6     |
| Volný cashflow (FCFF)     | -57  | -115 | -52   | -7    | 20    |

| Valuace   | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| EV/Sales  | 0,39 | 0,38 | 0,42  | 0,38  | 0,33  |
| EV/EBITDA | 32,4 | n.a. | n.a.  | 47,9  | 15,3  |
| P/E       | n.a. | n.a. | n.a.  | n.a.  | 107,1 |

## DISCLAIMER

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

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

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

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

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

### Informace pro klienty skupiny Patria

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

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

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

#### Metoda oceňování:

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

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

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

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

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

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

#### Investiční doporučení Definice

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

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

#### Financials

|                |  |
|----------------|--|
| Erste Bank     | 2.9.22 (Buy; EUR 37), 6.9.21 (Buy; EUR 41), 26.8.20 (Buy; EUR 26), 2.4.20 (Under review), 17.10.17 (Accum; EUR 39), 14.3.16 (Accum; EUR 26.5), 21.9.15 (Buy; EUR 30), 30.4.15 (Buy; EUR 28), 26.1.15 (Buy; EUR 24)   |
| Komerční Banka | 2.9.22 (Buy; CZK 866), 6.9.21 (Buy; CZK 934), 24.5.21 (Buy; CZK 833), 3.6.20 (Buy; CZK 715), 2.4.20 (Under review), 30.4.19 (Accum; CZK 990), 28.6.18 (Accum; CZK 980), 8.11.16 (Reduce; CZK 820), 3.11.16 (Under review), 14.3.16 (Buy; CZK 1 140*), 23.11.15 (Buy; CZK 1 170*), 30.4.15 (Hold; CZK 1 120*) |
| Moneta         | 2.9.22 (Accum; CZK 85), 6.9.21 (Hold; CZK 92), 4.6.20 (Buy; CZK 72), 2.4.20 (Under review), 22.11.19 (Buy; CZK 86), 25.3.19 (Buy; CZK 83), 2.5.18 (Buy; CZK 86.8), 6.5.16 (Buy; CZK 83)  |
| OTP Bank Nyrt. | 2.4.20 (Under review), 8.1.20 (Akum; HUF 15,500), 26.6.19 (Akum; HUF 12,501)   |

\* zohledněn split 1:5 (přepočítáno)

#### Utilities

|     |  |
|-----|--|
| CEZ | 29.3.22 (Buy; CZK 1317), 23.2.21 (Under review), 8.4.20 (Buy; CZK 545), 12.7.18 (Reduce; CZK 526), 17.3.17 (Reduce; CZK 395), 15.10.15 (Accum; CZK 555), 10.4.14 (Hold; CZK 625), 23.3.14 (Hold; CZK 600), 12.2.14 (Hold; CZK 600) |
|-----|--|

#### Consumer Staples

|               |   |
|---------------|---|
| Philip Morris | 30.9.20 (Under review), 8.10.19 (Accum; CZK 15 200), 13.10.15 (Hold; CZK 11 850), 17.2.15 (Hold; CZK 11 000), 17.10.14 (Buy; CZK 11 000), 19.9.14 (Accum; CZK 11 000),              |
| Pilulka       | 18.10.23 (Sell; CZK 329); 30.6.23 (Reduce; CZK 362); 5.6.23 (Reduce; CZK 393); 10.10.22 (Sell; CZK 597); 19.5.22 (Sell; CZK 677); 11.11.21 (Sell; CZK 968); 30.3.21 (Sell; CZK 804) |

#### IT

|       |   |
|-------|---|
| Avast | 1.2.21 (Suspended), 22.9.20 (Hold; GBp 496), 26.2.20 (Accum; GBp 478), 3.10.19 (Buy; GBp 440), 24.9.18 (Buy; GBp 333) |
|-------|---|

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

### Konflikt zájmů:

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

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

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

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

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

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

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

jsou uveřejněny zde:

| Společnost            | Střet zájmů                  |  |
|-----------------------|------------------------------|--|
| PINK CP               |                              |  |
| Investiční doporučení | % z pokrývaných za 12 měsíců | % z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců |
| KOUPIT                | 60%                          | 0,00%  |
| AKUMULOVAT            | 20%                          | 0,00%  |
| DRŽET                 | 0%                           | 0,00%  |
| REDUKOVAT             | 20%                          | 0,00%  |
| PRODAT                | 0%                           | 0,00%  |

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

### Odměna analytiků:

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

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

### Rizika a další všeobecné informace:

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

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

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

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

### Jurisdikce mimo Českou republiku:

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

