

Pilulka.cz

Mračna nad e-commerce

19. května 2022

Česká republika

Maloobchod

mil. Kč	2021	2022E	2023E	2024E
Tržby	2380	2800	3372	4240
% růst	34%	18%	20%	26%
EBITDA	29	-5	16	51
EBITDA marže	1,2%	-0,2%	0,5%	1,2%
NOPAT	-14	-35	-20	8
Kapitálové výdaje	-82	-50	-64	-67
Odpisy a amortizace	35	31	38	44
WACC	n.a.	10,2%	10,2%	10,2%
FCFF	-57	-34	-23	3
Celkový dluh	21	20	20	20

Pilulka má za sebou relativně úspěšný rok spojený s rychlým růstem tržeb (+35 % yoy) a EBITDA marží na úrovni 1,2 %. Zhoršený výhled managementu se nakonec zcela nepotvrdil a tržby dosáhly až 2,38 mld. Kč (výhled 2,3 mld. Kč). Na druhou stranu, **všeobecné zpomalení e-commerce se projevilo na výhledu pro tento rok, který počítá jen s 18% yoy růstem tržeb.** Dle našich odhadů budou tržby růst následující dva roky pod dlouhodobým trendem. Do toho došlo ke zvýšení bezrizikové úrokové míry, a tedy i diskontní sazby WACC z 9,3 % na 10,2 %. Proto **snižujeme cílovou cenu akcií Pilulka z 968 Kč na 677 Kč na akcii a ponecháváme doporučení PRODAT.**

- ◆ Meziroční růst tržeb Pilulky **zpomalil ze 44 % yoy v roce 2020 na 34 % v roce 2021.** Očekávání však byla překonána.
- ◆ **EBITDA ve výši 29 mil. Kč (marže 1,2 %)** překonala námi očekávaných 20 mil. Kč.
- ◆ Management počítá **s růstem tržeb v tomto roce o 18 % yoy na 2,8 mld. Kč,** což bylo v souladu s našimi vlastními odhady.
- ◆ Dle našich aktualizovaných odhadů bude **průměrný roční růst tržeb CAGR mezi roky 2022 až 2031 kolem 13 %** a v roce 2031 dosáhnou tržby 8,1 mld. Kč.
- ◆ Kvůli **všeobecnému zpomalení e-commerce** počítáme s pomalejším růstem tržeb na následující dva roky. Roky 2024 a 2025 pak budou charakterizovány **návratem růstu nad trend,** který v následných letech normalizujeme směrem k 3% růstu v terminální periodě.
- ◆ Valuaci snižuje také **vyšší diskontní sazba WACC,** která narostla kvůli vyšší bezrizikové úrokové míře. Pro celé modelované období nyní počítáme s diskontní mírou 10,2 % (předtím 9,3 %).
- ◆ **76 % hodnoty společnosti zůstává v terminální periodě,** proto je pokles WACC pro valuaci klíčový.

Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu se proto posouvá **z 968 Kč na 677 Kč za akcii** a při současné ceně 1190 Kč za akcii (-43 %) **odpovídá doporučení PRODAT.**

PRODAT

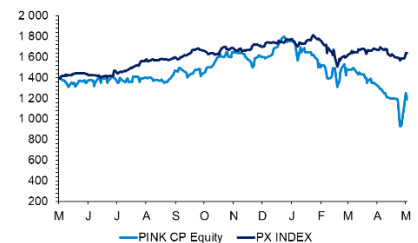
6M Cílová cena	677 Kč
Předešlá cílová cena	968 Kč
6M Dividenda	0 Kč
Současná cena	1190 Kč
12M Celkový výnos	-43 %

ISIN CZ0009009874
Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 2,98 mld. Kč
Počet akcií 2,5 mil.
Free-float 32 %

Výnos **1M 3M 12M**
Absolutní -7,4% -17,8% -10,7%
Rel. k PX Index -7,1% -13,6% -35,7%

12M výkon vs. index:



Ján Hladký

Equity Analyst
+420 221 424 183
hladky@patria.cz

OBSAH

AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA.....	- 3 -
ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	- 4 -
SWOT ANALÝZA	- 4 -
SHRNUTÍ ROKU 2021.....	- 5 -
TRŽNÍ PROSTŘEDÍ	- 7 -
ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU	- 9 -
RIZIKA VALUACE.....	- 12 -
FINANČNÍ UKAZATELE	- 13 -
DISCLAIMER.....	- 14 -

PROFIL SPOLEČNOSTI

Pilulka se zaměřuje na online prodej volně prodejných léků (OTC) v ČR, na Slovensku a v Rumunsku.

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

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

Pilulka provozuje **v České republice také řetězec kamenných lékáren**, které tedy nabízejí i Rx produkty. Nicméně, společnost samotná přímo vlastní jen část těchto prodejen, přičemž **většinu provozují franšizoví partneři.** Je nutno podotknout, že Pilulka těmto partnerům neúčtuje **žádné franšizové poplatky** a hlavní výhodou tohoto vztahu jsou tak sjednocená marketingová komunikace, větší vyjednávací síla s dodavateli a širší doručovací síť lékáren.

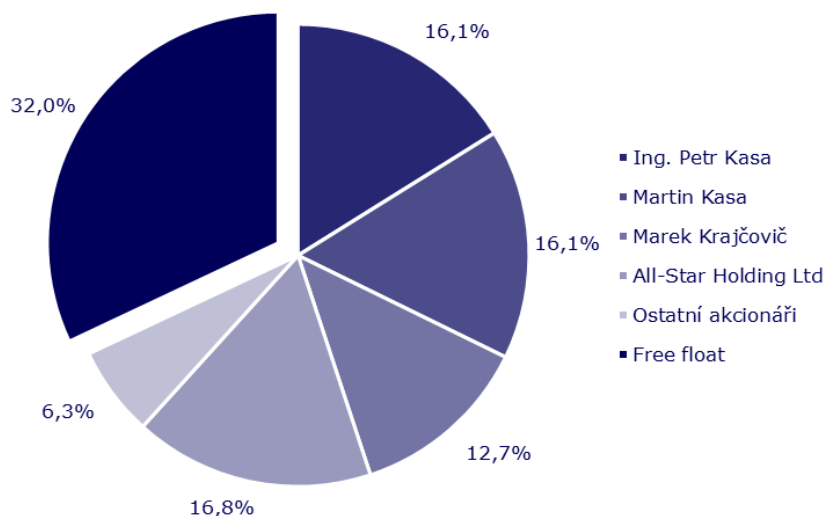
AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

Na free-float by mělo připadat přibližně 32 % akcií společnosti.

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

Dle informací od společnosti se akcionářská struktura od IPO nijak výrazně nezměnila a její aktuální podoba by měla vypadat následovně:

Akcionářská struktura

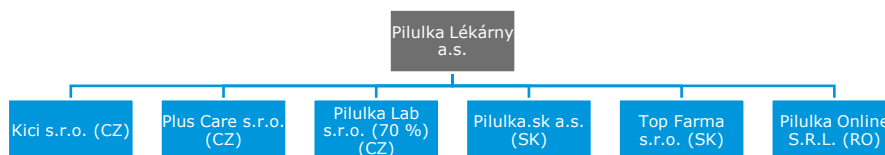


Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

ORGANIZAČNÍ STRUKTURA

Pod skupinu Pilulka patří 6 dceřiných společností.

Pod mateřskou společnost Pilulka Lékárny a.s. patří momentálně 6 společností: 3 české, dvě slovenské a jedna rumunská:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Česká, a tedy i hlavní větev byznysu, spadá pod mateřskou společnost Pilulka Lékárny a.s. Společnost Kici s.r.o. je ztrátová lékárna, u níž se v době IPO plánoval odprodej s minimálním dopadem do hospodářství společnosti. Aktivity na Slovensku spadají pod společnosti Pilulka.sk a.s. a Top Farma s.r.o. a v Rumunsku pod Pilulka Online S.R.L. **Ve všech těchto společnostech má Pilulka Lékárny a.s. 100% vlastnický podíl.**

Nové projekty Plus Care a Pilulka Lab se zaměřují na budoucí rozvoj.

V roce 2021 spustila Pilulka dva nové projekty, které jsou konsolidovány v společnostech Plus Care s.r.o. a Pilulka Lab s.r.o. **Plus Care (100% podíl)** se zaměřuje na spolupráci mezi pacientem, lékařem, farmaceutickou firmou a zdravotní pojišťovnou.

Pilulka Lab (70% podíl) má zase za cíl pomáhat technologickým startupům v rané fázi vývoje. Tyto startupy působí primárně v oblasti e-health (umělá inteligence, lékařská data, zdravotní péče, blockchain a aktivní život) a Pilulka s nimi uzavírá strategická partnerství.

SWOT ANALÝZA

Silné stránky

- Pokračující dvouciferný růst českého e-commerce
- V ČR síť partnerských kamenných lékáren rozšiřujících distribuční síť
- Vlastní IT systémy (škálovatelnost a flexibilita)
- Nadále silná rozvaha po nedávném primárním úpisu akcií
- Prověřená zkušenost managementu s e-commerce

Slabé stránky

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

Příležitosti

- Návrat koronavirových lockdownů
- Deregulace prodeje léků na předpis po internetu

- Prodej private label výrobků s vyšší marží

Rizika

- Nedosažení plánovaných nákladových úspor a úspor z rozsahu
- Zásahy regulátorů
- Nevydařená zahraniční expanze
- Měnové riziko při rostoucím podílu tržeb ze zahraničí

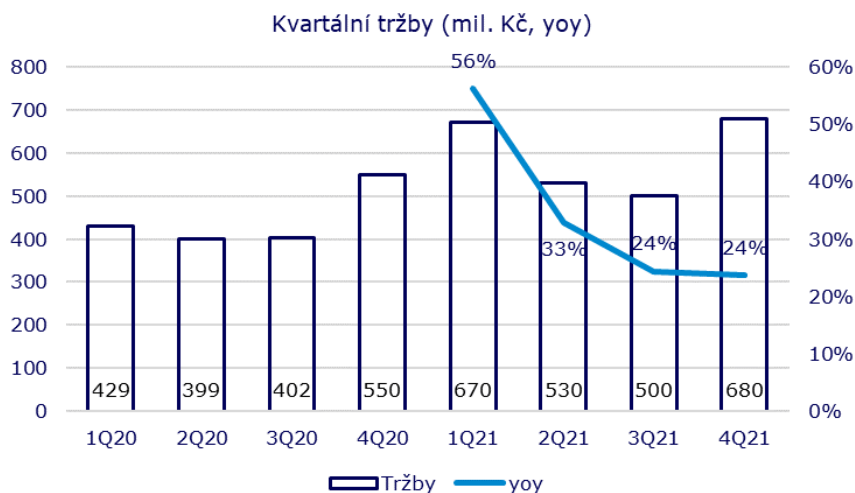
SHRNUTÍ ROKU 2021

Rok 2021 dopadl s růstem tržeb o 34 % yoy lépe, než se čekalo.

Uplynulý rok se nesl ve znamení postupného **vymaňování se z koronavirových lockdownů**. Proočkovanost obyvatelstva, kolektivní imunita a lehčí průběh varianty omikron umožnily **ekonomikám vrátit se postupně k relativnímu normálu**. Česká republika v tomto nebyla žádnou výjimkou.

Tento návrat k normálu však neprospěl každému a **jedním ze zasažených sektorů byl i loňský vítěz, e-commerce**. Koronavirová pandemie možná způsobila dlouhodobý posun ve spotřebitelském chování směrem k digitálnímu nakupování, nicméně dohnat loňský růst bez dalších lockdownů je nespílitelný úkol. Dokazují to mimo jiné i data o českém maloobchodu přes internet od Českého statistického úřadu (více níže).

Zpomalení se proto nevyhnulo ani samotné Pilulce, nicméně rok dopadl lépe, než se původně čekalo. **Podzimní odhad managementu** (a náš vlastní odhad) **pro rok 2021 udával tržby ve výši 2,3 mld. Kč, finální číslo však činilo 2,38 mld. Kč (+34 % yoy)**. To nám dává pro poslední kvartál roku tržby cca 680 mil. Kč a 24% meziroční růst. **Číslo za první kvartál roku 2022 prozatím management nepublikoval.**



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Klíčový český online segment se postaral o podstatnou část překvapení a v roce 2021 byl hnacím motorem růstu.

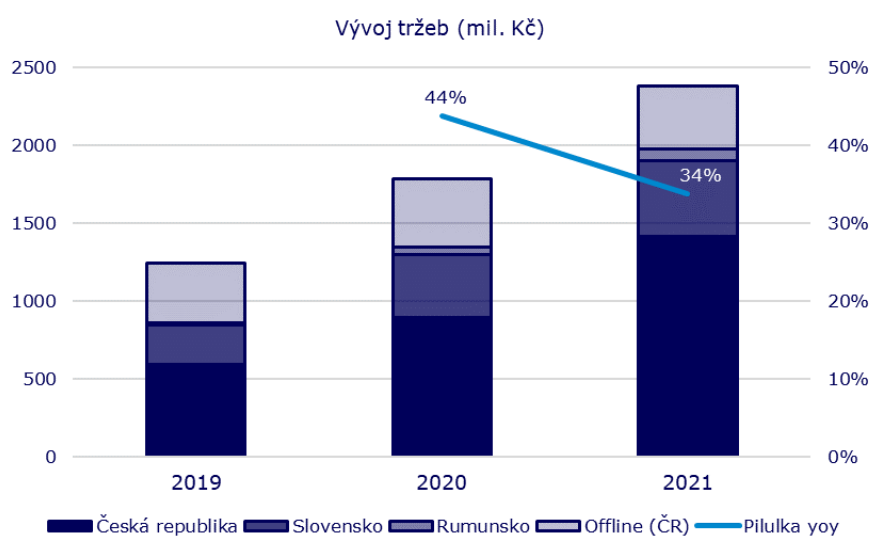
Z regionální hlediska **rostl nejrychleji nejdůležitější český online segment** (+58 % yoy), který utržil 1,4 mld. Kč (naš odhad cca 1,2 mld. Kč). Na druhém místě se umístil rumunský online segment s +56 % yoy (naš odhad +110 % yoy). Mírným zklamáním byl pro nás slovenský segment, který vyrostl jen o 21 % yoy na 490 mil. Kč, přičemž naše odhady se pohybovaly kolem 570 mil. Kč. Management přiznává, že **zahraničním**

trhům bránily v rychlejší expanzi i cestovní restrikce a nemožnost je proto pořádně rozvíjet.

Kamenné lékárny v ČR se téměř přesně trefily do našich představ, když ukončily rok s tržbami 406 mil. Kč (-7 % yoy). Meziroční pokles je samozřejmě dán tím, že **část roku skončily lékárny uzavřené kvůli koronavirovým lockdownům.**

Tady je ještě důležité zmínit, že **v naší analýze řadíme do tržeb online segmentů také doplňkové služby jako marketing, placenou dopravu a dispenzační poplatky.** Pro zjednodušení je prozatím neseparujeme, jelikož například v ČR tvoří necelých 6 % celkových tržeb. Čistý online prodej v ČR rostl více než 60% meziročním tempem.

Následující graf přibližuje vývoj tržeb jednotlivých segmentů a růst celkových tržeb Pilulky od roku 2019:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

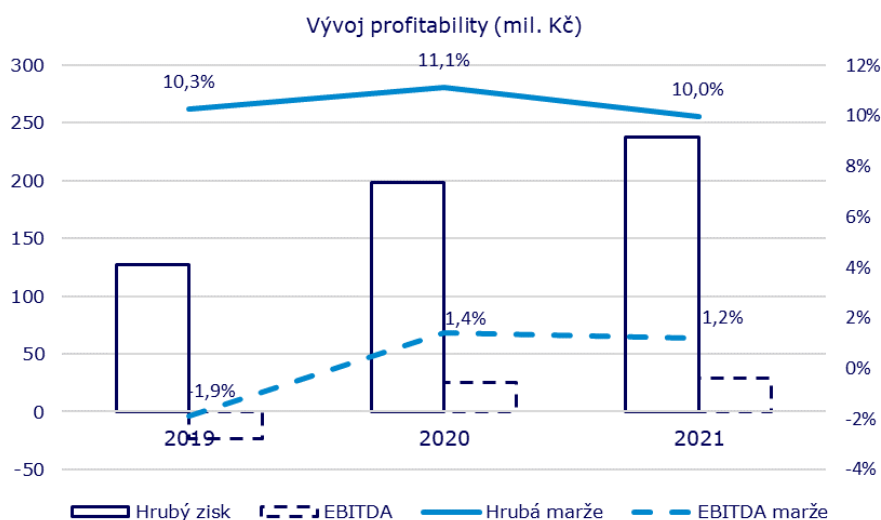
V rámci jarního START Day 2022 byl představen také **výhled pro tržby v tomto roce, který udává 2,8 mld. Kč.** Je to o přibližně 300 mil. Kč méně, než udával výhled po jarním START Day 2021, nicméně naše prognózy byly splněny do puntíku.

Profitabilita se kvůli rychlejšímu růstu nákladových položek zhoršila, EBITDA však očekávání překonala.

Co se profitability týče, **ukazatel EBITDA skončil na úrovni 29 mil. Kč (+14 % yoy), což odpovídá marži 1,2 %.** Osobně to pokládáme za poměrně solidní výkon. Naše vlastní odhady se pohybovaly kolem 20 mil. Kč, přičemž hlavním rozdílem bylo vytvoření rezervních položek ve výši 8 mil. Kč.

Provozní zisk skončil na hodnotě -14 mil. Kč, čímž podstřelil naše odhady o 11 mil. Kč. Primární příčinou byl v tomto případě **jednorázový kladný konsolidační rozdíl ve výši 12 mil. Kč,** který vznikl nákupem zbývajících 30% podílu v rumunské dceřince a který byl v roce 2021 plně odepsán.

Za zmínku ještě stojí 35% růst variabilních nákladů (výkonová spotřeba), **který stáhl hrubou marži z 11,1 % na 10 %** a 28% růst provozních nákladů. Ten plyne především z růstu mzdových nákladů spojených s prudkou expanzí na všech cílových trzích Pilulky. Následující graf přibližuje vývoj profitability od roku 2019:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

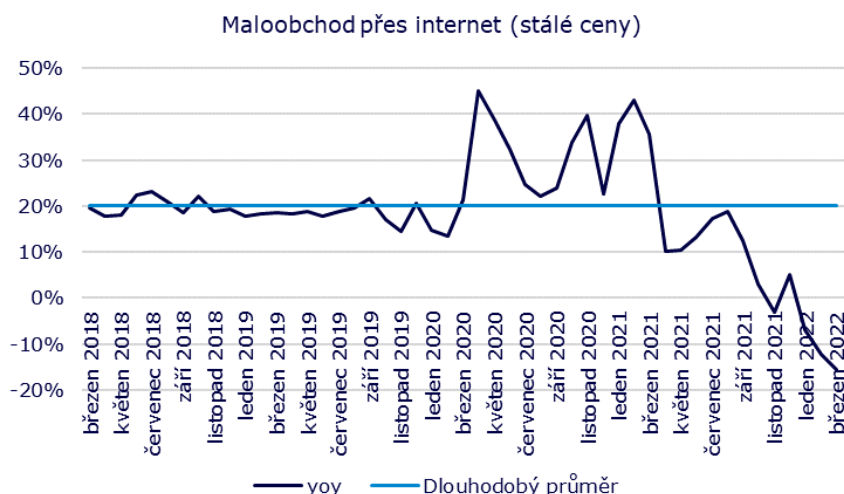
TRŽNÍ PROSTŘEDÍ

E-commerce si prochází periodou prudkého ochlazení růstu spolu s tím, jak se lidé vrací do kamenných obchodů.

Pilulka se profiluje primárně jako online lékárna, nicméně její portfolio prodávaného zboží zahrnuje také kosmetiku, výživové doplňky, zdravotnický materiál nebo sportovní výživu. Z tohoto důvodu **není imunní vůči problémům, které tento rok postihují 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.

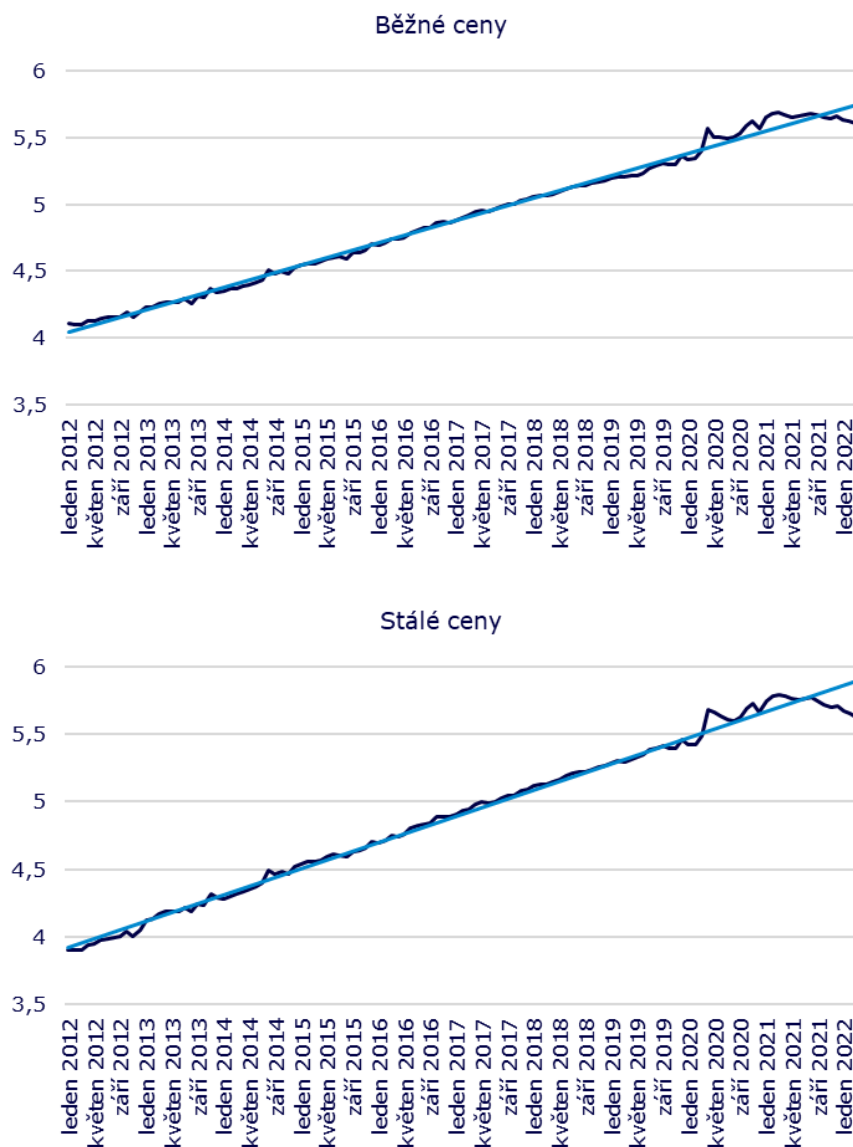
Tento fakt dokládají ostatně i data o českém maloobchodu přes internet od Českého statistického úřadu. Zatímco před koronakrizí se meziroční růst držel stabilně kolem 20 %, **začátek tohoto roku je charakterizován prudkým ochlazením**. Kromě vysoké srovnávací báze je to dáno právě i návratem lidí do kamenných prodejen.



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 dvou 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.**

Ve stejné logice pak pokračujeme i v načrtnutí výhledu pro tento segment trhu: Po jednom až dvou letech pod-trendové dynamiky by se mělo dostavit zrychlení, které vrátí tržby v e-shopech zpět na trend.



Zdroj: CZSO, Patria Finance

Roste také pravděpodobnost kontrakce českého HDP a poklesu poptávky.

V námi odhadovaném růstu tržeb jsme trochu konzervativní i z důvodu **rostoucího nebezpečí přicházející recese a kontrakce českého HDP**. Aktuální prognóza ČNB počítá s letošním růstem domácího HDP o pouhých 0,8 %, přičemž ve druhé polovině roku by ekonomická aktivita měla dokonce meziročně mírně poklesnout. V takovém případě by se **pokles poptávky nevyhnul ani Pilulce**.

ZAHRANIČNÍ EXPANZE

Management plánuje v roce 2022 expanzi zahraniční expanzi, kterou však do naší valuace nezahrnujeme.

V rámci jarního START Day 2022 management upřesnil plán **pro letošní expanzi na další zahraniční trhy, konkrétně do Maďarska, Rakouska a Německa**. I když nestanovil jejich formu (akvizice nebo organický vstup), první tržby by měly generovat již v tomto roce. Do výhledu pro tržby v roce 2022 zahrnul cca 25 mil. Kč z této expanze.

V takto krátkém časovém úseku se jedná o poměrně odvážný plán, **který však prozatím nijak nezahrnujeme do naší valuace, a to ani na straně tržeb ani na straně nákladových položek**. Důvodem je především nedostatek dalších detailů a neschopnost odhadnout, jak rychlý růst bude Pilulka na těchto trzích dosahovat. Především v případě Rakouska a Německa se sice jedná o rozvinuté a velké trhy, avšak se silnou zaběhnutou konkurencí.

Pro akcionáře Pilulky představuje expanze **riziko především z pohledu jejího financování**. Ke konci loňského roku měla Pilulka na rozvaze přibližně 70 mil. Kč v hotovosti, což pravděpodobně nebude stačit.

Nabízí se tak dvě možnosti, a to **financování dluhem nebo úpisem nových akcií**. První možnost se v době vysokých úrokových sazeb a nákladné obsluhy dluhu nezdá jako ekonomická, i když má Pilulka momentálně velice zdravou rozvahu s dluhem dosahujícím jen 20 mil. Kč (revolvingový účet).

Za pravděpodobnější pokládáme scénář, že si **Pilulka přijde po kapitál na akciový trh** tím, že vydá nové akcie. Ty ale budou nabídnuty s diskontem vůči jakékoliv aktuální tržní ceně.

I kdyby se Pilulka rozhodla pro pronájem logistických hal a dalších nutných prostor, **problém nedostatečného financování by to pravděpodobně jen odsunulo na později**. Dle našich odhadů zůstane společnosti na rozvaze koncem tohoto roku jen přibližně 35 mil. Kč v hotovosti, a to bez započtení expanze.

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. Vzhledem k vývoji v roce 2021 jsme ale přistoupili k několika změnám v našem oceňovacím modelu.

Pro tržby prognózujeme v letech 2022 až 2023 zpomalení růstu pod trendových 20 %. Roky 2024 a 2025 pak budou charakterizovány návratem růstu nad trend, který v následných letech normalizujeme směrem k 3% růstu v terminální periodě. Výsledkem je **13% průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2021 až 2031 až na hodnotu 8,1 mld. Kč v roce 2031**. Následující tabulka shrnuje naše aktuální předpoklady (tržby online zahrnují i tržby z doplňkových služeb):

mil. Kč	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Celkové tržby	2800	3372	4240	5327	6100	6761	7214	7611	7864	8126
% růst	18%	20%	26%	26%	15%	11%	7%	5%	3%	3%
Tržby online	2370	2917	3753	4826	5583	6227	6663	7042	7277	7521
% růst	47%	20%	23%	29%	29%	16%	12%	7%	6%	3%
Česká republika	1720	2133	2773	3604	4145	4567	4801	4995	5196	5404
Slovensko	550	649	792	966	1111	1265	1412	1565	1590	1615
Rumunsko	100	135	189	255	327	395	451	482	492	502
Tržby offline (ČR)	430	455	486	502	517	534	551	568	586	605

Zdroj: Patria Finance

Spolu s růstem úrokových sazeb v posledních měsících **došlo k výraznému nárůstu výnosů českých vládních dluhopisů**. Výnos dluhopisu s 10letou splatností, od něhož odvozujeme bezrizikovou úrokovou míru, se přiblížil 5 % a je nejvyšší od roku 2011.

S přihlédnutím k tomu jsme **navýšili bezrizikovou úrokovou míru, kterou používáme pro výpočet diskontní míry (WACC) z 2 % na 3 %**. Tato hodnota podle nás lépe odráží prostředí vyšších úrokových sazeb, než na jaké jsme byli zvyklí v předešlých letech.

WACC

Diskontní míru pro celé období jsme stanovili na 10,2 %.

Jako diskontní míru **používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)** stanovený na 10,2 %. K běžnému výpočtu nadále přidáváme i 1% přirážku za likviditu, která odráží aukční obchodování trhu Start. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

WACC	10,2%
Náklady cizího kapitálu	8,3%
Daňová sazba	19%
Celkový dluh	21 mil. Kč
Váha dluhu	0,7%
Bezriziková úr. míra	3%
Beta	1,25
Upravená beta (relevered)	1,18
Equity risk premium (ERP)	4,8%
Country risk premium (CRP)	0,6%
Náklady vlastního kapitálu	9,2%
Tržní kapitalizace	2,975 mld. Kč
Váha vlastního kapitálu	99,3%
Přirážka za likviditu	1%

Zdroj: Patria Finance

DCF MODEL

Jak bylo zmíněno, pro potřeby DCF ocenění jsme modelovali zvláště roky 2022 až 2031. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

mil. Kč	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminál
Tržby	2800	3372	4240	5327	6100	6761	7214	7611	7864	8126	
% růst	18%	20%	26%	26%	15%	11%	7%	5%	3%	3%	
Hrubý zisk	272	327	408	513	592	667	706	738	756	788	
Hrubá marže	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,7%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%	9,7%	
EBITDA	-5	16	51	100	157	224	259	288	302	331	
% růst	n.a.	n.a.	221%	95%	56%	43%	16%	11%	5%	9%	
EBITDA marže	-0,2%	0,5%	1,2%	1,9%	2,6%	3,3%	3,6%	3,8%	3,8%	4,1%	
EBIT	-35	-20	9	47	93	151	178	199	209	233	
Úrokové náklady	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
Daňová sazba	0%	0%	0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Daň	0	0	1	9	17	28	34	37	39	44	
Čistý zisk po zdanění	-36	-21	6	37	74	121	143	159	168	188	
NOPAT	-35	-20	8	38	76	122	144	161	169	189	
Odpisy a amortizace	31	38	44	55	65	75	83	92	96	100	
Kapitálové výdaje	50	64	67	80	88	95	97	99	98	98	
% tržeb	1,8%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	
Změna prac. kapitálu	-19	-23	-19	-15	-12	-9	-7	-7	-4	-4	
FCFF	-34	-23	3	29	65	112	137	160	170	195	2791
% růst	n.a.	n.a.	n.a.	727%	125%	73%	22%	17%	6%	15%	
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Míra dlouhodobého růstu											3%
Diskontní faktor	0,98	0,89	0,80	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,45	0,41	
Diskontovaný FCFF	-33	-20	3	21	43	67	75	79	76	79	1252
2022 – 2031											390 mil. Kč
Terminální perioda											1252 mil. Kč
Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)											1642 mil. Kč
Hotovost											72 mil. Kč
Dluh											21 mil. Kč
Tržní kapitalizace											1693 mil. Kč
Počet akcií											2,5 mil.
Cílová cena											677 Kč
Aktuální cena											1190 Kč
Upside/downside											-43 %

Zdroj: Patria Finance

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální hodnotě se ukrývá až 76 % celkové valuace společnosti**. Následující tabulka shrnuje citlivost cílové ceny Pilulky na pohyb ukazatele WACC a na pohyb míry dlouhodobého růstu:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,2%	526	549	574	603	635
	10,7%	567	593	622	656	695
	10,2%	612	643	677	717	764
	9,7%	663	699	741	789	845
	9,2%	722	765	815	873	943

Zdroj: Patria Finance

Procentuální změna ceny je pak následující:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,2%	-22%	-19%	-15%	-11%	-6%
	10,7%	-16%	-12%	-8%	-3%	3%
	10,2%	-10%	-5%	0%	6%	13%
	9,7%	-2%	3%	9%	16%	25%
	9,2%	7%	13%	20%	29%	39%

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 prognózuje od roku 2024 s provozní marží kolem 0,2 % a její následný růst až na 2,9 % v roce 2031. Kromě provozních nákladových položek však bude společnost muset kontrolovat i kapitálové výdaje.

Druhé riziko, o kterém jsme se již zmínili, je **plánovaná regionální expanze**. V tomto případě se ale jedná o riziko oběma směry. Nezávládnutá expanze může skončit jako čistě nákladová přítěž, která by stáhla náš odhad volného cashflow znatelně níž. Na druhou stranu, otevření nových trhů může zrychlit růst tržeb, což by i při současných provozních maržích posunulo valuaci nahoru.

Opakujeme však, že jelikož nedokážeme posoudit pravděpodobnost jednoho nebo druhého scénáře, **v naší valuaci od něj kompletně abstrahujeme**.

Do třetice je dobré podtrhnout **aktuální makroekonomická rizika**, která se do valuace mohou nakonec promítnout víc, než s čím nyní počítáme. Zmiňovali jsme již rostoucí pravděpodobnost ekonomické recese, ale tím výčet nekončí. Inlace nákladových položek může zatlačit na provozní marže a příchod větší recese může omezit výdaje domácností. **Dlouhodobě vyšší úrokové sazby pak můžou posunout bezrizikovou úrokovou míru nad 3 %, zvýšit tím diskontní faktor a snížit valuaci.**

FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Celkové tržby	1780	2380	2800	3372	4240
% růst	44%	34%	18%	20%	26%
Tržby online	1344	1975	2370	2917	3753
% růst	56%	47%	20%	23%	29%
Česká republika	891	1410	1720	2133	2773
Slovensko	406	490	550	649	792
Rumunsko	48	74	100	135	189
Offline (ČR)	436	406	430	455	486
% růst	15%	-7%	6%	6%	7%

Profitabilita (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Hrubý zisk	198	238	272	327	408
Hrubá marže	11,1%	10,0%	9,7%	9,7%	9,6%
EBITDA	25	29	-5	16	51
EBITDA marže	1,4%	1,2%	-0,2%	0,5%	1,2%
Čistý zisk	-26	-26	-36	-21	6
Čistá marže	-1,4%	-1,1%	-1,3%	-0,6%	0,1%
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10,3	-10,3	-14,5	-8,5	2,5

Rozvaha (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Aktiva	498	589	594	625	731
Dlouhodobý majetek	117	175	187	203	218
Oběžná aktiva	378	412	408	422	488
Hotovost	132	72	35	10	14
Pasiva	498	589	594	625	731
Vlastní kapitál	228	204	157	151	185
Celkový dluh	25	21	20	20	20
Závazky z obch. styku	246	326	397	469	554
Menšinové podíly	-10	0	0	0	0

Cashflow (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
NOPAT	1	-14	-35	-20	8
Daňová sazba	19%	0%	0%	0%	19%
Odpisy a amortizace	21	35	31	38	44
Kapitálové výdaje	-28	-82	-50	-64	-67
Změna pracovního kapitálu	-4	-6	-19	-23	-19
Volný cashflow (FCFF)	-20	-57	-34	-23	3

Valuace	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EV/Sales	0,92	0,69	0,59	0,49	0,39
EV/EBITDA	64,5	56,7	n.a.	102,9	32,0
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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.

Sektor	Doporučení (datum, cílová cena)
Financials	
Erste Bank	6.9.21 (Koupit; EUR 41), 26.8.20 (Koupit; EUR 26), 2.4.20 (V revizi), 17.10.17 (Akum; EUR 39), 14.3.16 (Akum; EUR 26.5), 21.9.15 (Koupit; EUR 30), 30.4.15 (Koupit; EUR 28), 26.1.15 (Koupit; EUR 24)
Komerční Banka	6.9.21 (Koupit, CZK 934), 24.5.21 (Buy, CZK 833), 3.6.20 (Koupit, CZK 715), 2.4.20 (V revizi), 30.4.19 (Akum, CZK 990), 28.6.18 (Akum, CZK 980), 8.11.16 (Redukovat, CZK 820), 3.11.16 (V revizi), 14.3.16 (Koupit; CZK 1 140*), 23.11.15 (Koupit, CZK 1 170*), 30.4.15 (Držet; CZK 1 120*)
Moneta	6.9.21 (Držet, CZK 92), 4.6.20 (Koupit, CZK 72), 2.4.20 (V revizi), 22.11.19 (Koupit, CZK 86), 25.3.19 (Koupit, CZK 83), 2.5.18 (Koupit, CZK 86.8), 6.5.16 (Koupit, CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	2.4.20 (V revizi), 8.1.20 (Akum, HUF 15,500), 26.6.19 (Akum, HUF 12,501)
* zohledněn split 1:5 (přepočítáno)	
Utilities	
CEZ	23.2.21 (V revizi), 8.4.20 Koupit; CZK 545), 12.7.18 (Redukovat; CZK 526), 17.3.17 (Redukovat; CZK 395), 15.10.15 (Akum; CZK 555), 10.4.14 (Držet; CZK 625), 23.3.14 (Držet; CZK 600), 12.2.14 (Držet; CZK 600)
Consumer Staples	
Philip Morris	30.9.20 (V revizi), 8.10.19 (Akum; CZK 15 200), 13.10.15 (Držet; CZK 11 850), 17.2.15 (Akum; CZK 11 000), 17.10.14 (Koupit; CZK 11 000), 19.9.14 (Akum; CZK 11 000),
Pilulka	19.5.21 (Prodat; CZK 677); 11.11.21 (Prodat; CZK 968); 30.3.21 (Prodat; CZK 804)
IT	
CD Projekt	12.05.21 (Koupit; PLN 217), 21.12.20 (Koupit; PLN 303), 15.1.20 (Prodat; 229), 18.12.2019 (V revizi), 15.05.19 (Prodat; PLN 159), 28.6.18 (Držet; PLN 149), 9.4.18 (Koupit; PLN 133)
Avast	1.2.21 (Suspendováno), 22.9.20 (Držet GBp 496), 26.2.20 (Akumulovat GBp 478), 3.10.19 (Koupit; GBp 440), 24.9.18 (Koupit; GBp 333)

Investiční doporučení Patria Finance je možné rovněž nalézt na 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. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci "Dokumenty", v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

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

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („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	50,0%	0,00%
AKUMULOVAT	8,3%	0,00%
DRŽET	16,7%	0,00%
REDUKOVAT	0,0%	0,00%
PRODAT	8,3%	0,00%

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

Odměna analytiků:

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

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

Rizika a další všeobecné informace:

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

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

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

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit 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.

