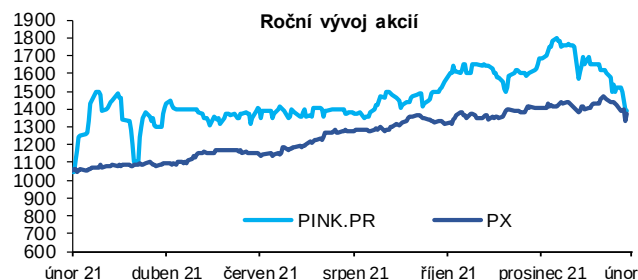


Pilulka Lékárny a.s.

Doporučení: Držet

mil. Kč*	2020	2021e	2022e	2023e
Tržby	1 780	2 405	2 969	3 570
EBITDA	22,4	26,6	52,6	90,9
EBIT	1,1	3,9	23,0	54,4
Čistý zisk po minoritách	-21,9	-3,8	15,2	46,3
Celková aktiva	498,0	521,7	583,1	676,8
Čisté zadlužení	-107,2	-60,1	-35,5	-48,0
Zisk na akcii (základní, Kč)	-10,3	-1,5	6,1	18,5
Vlastní kapitál na akcii (Kč)	91,1	85,7	91,8	110,3
Dividenda na akcii (Kč)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA (x)	150,1	128,5	65,4	37,7
P/E (základní, x)	-135,5	-917,1	229,0	75,0
P/BV (x)	15,3	16,2	15,1	12,6
Dividendový výnos	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktuální cena (k 25.2.2022, Kč)	1390,0	Reuters		
Počet vydaných akcií (mil.)	2,5	Bloomberg		
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	3 475,0	Div. ex-datum		
Enterprise value (mil. Kč)	3 367,8	Cílová cena:		



Výkonnost	1 R	YTD	6 M	1 M
v Kč	32,4%	-17,5%	1,5%	-13,7%
PINK.PR	Free float	30%		
PINK	Největší akcionář**	Martin Kasa 17%,		
Bez dividend		Petr Kasa 17%		
1385	Homepage	www.pilulka.cz		

*Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na závěrečné ceně akcií k 25.2.2022

Index PX reindexován k cenám Pilulky; ** Odhad ČS na základě IPO prospektu a následných transakcí

Analytik:

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

Editor:

Petr Bártek
(analytik)

Aktualizujeme ocenění akcií online lékárny Pilulka Lékárny se zvýšením doporučení na Držet z Redukovat při zvýšení roční cílové ceny na 1385 Kč/akcii z 1222 Kč/akcii, stanovené kombinací modelu DCF-FCFF (60% váha) a odvětvového srovnání (40% váha). Doporučení Držet dáváme vzhledem k mírnému překonání výhledu tržeb v roce 2021 a zvýšení našich odhadů na růst tržeb. Na druhé straně jsme kvůli nákladovým tlakům snížili výhled na provozní marži pro první fázi ocenění. Současná tržní cena podle nás v zásadě reflektuje odvětvové srovnání násobku tržeb, jež implikuje vyšší ocenění než DCF model. My nicméně přisuzujeme odvětvovému srovnání nižší váhu než DCF kvůli nedostatečnému počtu srovnávacích firem.

Vyšší cílová cena plyne ze zvýšení odhadované hodnoty firmy v rámci DCF modelu i odvětvového srovnání. V rámci DCF modelu 2% zvýšení odhadu růstu tržeb (díky růstu slovenského trhu) a posunutí prognózovaného období o jeden rok blíže ke zralosti firmy vykompenzovalo negativní vlivy snížení odhadované EBITDA marže pro první fázi (-0,5pb pro rok 2022 kvůli nákladovým tlakům) a růstu bezrizikové výnosové míry ze 2,0%/2,5% v první/druhé fázi na 3,0% v souvislosti s růstem sazeb ČNB.

Vzhledem k růstu akcií Pilulky a poklesu akcií srovnávacích firem se pro ukazatel EV/Tržby odhadovaný pro rok 2022 snížil diskont jejího ocenění vůči průměru odvětví z 30% k nule. EV/Tržby pro 2022e nyní dosahuje 1,2 násobku. V rámci našeho ocenění jsme také snížili diskont násobku EV/Tržby vůči odvětví ze 30% na nulu díky nyní již obdobnému výhledu maržovosti Pilulky se srovnávacími firmami. Obchodování s Pilulkou je relativně živé a dosahuje 0,5-1,0 mil. Kč denně. Neuvažujeme proto ani diskont za likviditu.

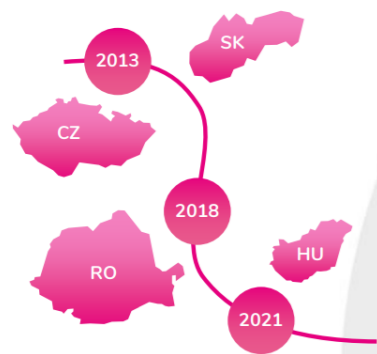
Předběžně oznámené tržby za rok 2021 rostly o 35%. Pro rok 2022 odhadujeme zpomalení na 23% kvůli vyšší srovnávací základně se silným 45% růstem v 1H21, vyvolaným lockdownem, který už letos neočekáváme. Na úrovni čistého zisku odhadujeme za rok 2021 ještě ztrátu, v roce 2022 odhadujeme čistý zisk blízko 15 mil. Kč. Do odhadů nezahrnujeme plánovanou expanzi na trhy do Německa, Rakouska a Maďarska. S expanzí pracujeme jako se scénářem, jež v případě uskutečnění zahrneme později. Z krátkodobého pohledu plánovaná expanze reprezentuje riziko vydání nových akcií, jež obvykle probíhá s diskontem vůči aktuální ceně akcií na trhu.

Profil společnosti

Pilulka Lékárny a.s. je česká společnost provozující online lékárny v ČR, na Slovensku a Rumunsku. Rovněž provozuje vlastní kamenné lékárny a franšízovou síť v ČR. Firma byla založena v roce 2013 Martinem a Petrem Kasovými, jež založili například internetových obchod s elektronikou Kasa.cz. Zaměření Pilulky je primárně směřováno na online prodej lékárenského zboží a zboží celkové péče o zdraví s možností rozvozu a prodejem prostřednictvím kamenných lékáren ve vlastní síti.

Historický vývoj Pilulky

- **2013:** Založení společnosti
- **2015:** První Pilulka kamenná lékárna
- **2016:** Vstup investorů a zahájení doručovací služby
- **2017:** Uvedení franšízového konceptu v ČR, mobilní aplikace Pilulka
- **2018:** Akvizice Pilulka24.sk a rozšíření působnosti na Slovensku
- **2018:** Expanze do Rumunska
- **2019/20:** E-recept – možnost online rezervace léku na předpis a jeho vyzvednutí v kamenné prodejně
- **2019** Dosažení mety jednoho milionu zákazníků
- **2020:** Vstup na segment START BCPP

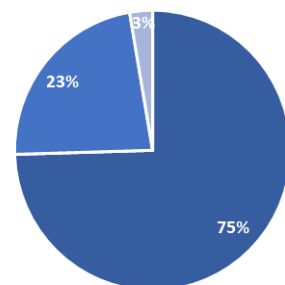


Zdroj: Pilulka

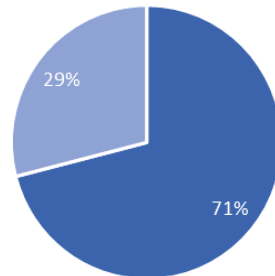
Struktura tržeb Pilulky podle prodejního kanálu a jednotlivých zemí

Online tržby za zboží dnes představují velkou většinu celkových tržeb firmy, zbytek tvoří tržby vlastních kamenných lékáren (offline) v ČR. Společnost generuje 2/3 tržeb v ČR. Tržby lékáren z franšízové sítě firma do vlastního obrátu nezahrnuje.

Segmentace tržeb dle prodejních kanálů a zemí v roce 2020



■ Česko ■ Slovensko ■ Rumunsko



■ Online tržby ■ Offline tržby

Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

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

V rámci segmentu prodeje v kamenných lékárnách (offline) Pilulka na konci roku 2020 disponovala 32 vlastními lékárnami a dalšími 125 franšizovými provozovnami v České republice, což ji řadí mezi 3 největší tuzemské sítě kamenných lékáren.

Struktura tržeb je odlišná v závislosti na prodejním kanálu. Dle dat za první polovinu roku 2020 byly online prodeje tvořeny především kosmetikou a drogérií (24%), výživovými doplňky (20%), volně prodejnými léky (19%) a potřebami pro matku a dítě (19%). Oproti tomu největší část tržeb v kamenné síti v roce 2020 tvořily předpisové léky (55%) a volně prodejné léky (30%), doplněné prodejem potravinových doplňků (15%).

Struktura online tržeb Pilulky podle produktů za 1.pol. roku 2020



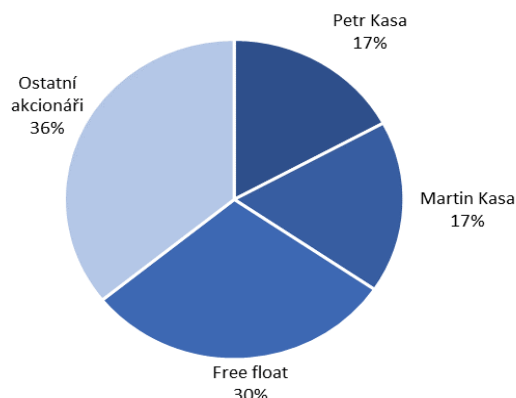
Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

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

Pilulka dále operuje v Rumunsku a v roce 2022 plánuje expanzi do Německa, Rakouska a Maďarska. Svým růstem v řádu desítek procent ročně patří Pilulka k nejrychleji rostoucím e-commerce společnostem v regionu střední a východní Evropy. Firma chce vedle jádrového prodeje lékárenského zboží do budoucna rovněž rozvíjet další služby v oblasti e-Health a digitalizace zdravotnictví.

Akcionářská struktura Pilulky

Společnost má vydaných celkem 2,5 milionu akcií. V rámci uvedení na trh START BCPP v roce 2020 bylo prodáno 500 tisíc nových akcií. Podíl volně obchodovaných akcií na trhu je na úrovni kolem 30%. Zakladatelé firmy Martin a Petr Kasovi dohromady kontrolují podíl blízko 35%.



Zdroj: Pilulka; kalkulace Česká spořitelna Research na základě IPO prospektu a oznámených transakcí s akciemi společnosti.

SWOT analýza

Silné stránky

- Rychlý dvojciferný růst on-line lékárenského trhu na jádrových trzích, proběhlá expanze na rychle rostoucí trh v Rumunsku
- V ČR síť kamenných lékáren podporující značku a distribuční možnosti
- Vlastní jádrové IT systémy (flexibilita a možnost škálování)
- Inovativní důraz na IT v rámci lékárenského oboru
- Dlouholetá prověřená zkušenost managementu s e-commerce
- Účast zakladatelů na řízení podniku
- Silná rozvaha
- Zkušenosti s úspěšnou expanzí do zahraničí
- Vlastní dovážková služba Pilulka auto s expresním doručením v Praze, Bratislavě a dalších městech

Slabé stránky

- Silná konkurence ze strany etablovaných sítí kamenných lékáren (Benu, Dr. Max..) i on-line prodejců (Lékárna.cz)
- Konkurence ze strany drogerií, supermarketů, dalších online prodejců mimo primárně lékárenský trh (Alza, Mall, Rohlík..)
- Malá možnost diferenciací prodávaného zboží oproti konkurenci
- Nízké marže v online retailu
- Doposud převážně ztrátové hospodaření z důvodu počátečních fixních nákladů
- Nepřítomnost kamenných lékáren na zahraničních trzích pro podporu marketingu a distribuce

Příležitosti

- Potenciální uvolnění regulace prodeje léků na předpis online
- Pokračující online kanibalizace trhu kamenných lékáren
- Rychlejší než očekávaný růst na perspektivním trhu v Rumunsku
- Úspěšný vstup do Německa, Rakouska, Maďarska

- Opakování pandemických vln podporujících rychlejší růst online prodejů
- Akviziční růst
- Úspory z rozsahu při silném růstu tržeb
- Zvyšování míry retence zákazníků díky posilování značky
- Prodej privátních značek výrobků s vyšší marží
- Rozvoj Marketplace
- Rozvoj zdravotnických/lékařských služeb nad rámec prodeje zboží

Rizika

- Vstup dalšího silného e-commerce hráče na trhy, kde firma působí
- Konkurenční tlak na ceny, zhoršení hrubé marže
- Riziko nepodařené zahraniční expanze s vynaložením značných nákladů
- Úpis nových akcií pro financování expanze se zředěním podílu stávajících akcionářů
- Nepovedená expanze na zahraniční trhy
- Možný tlak na cenu akcií v případě prodejů ze strany současných akcionářů
- Nedosažení nákladových úspor a tím nerealizování růstu provozní marže předpokládaným tempem
- Zvýšení nákladů na retenci a akvizici nových klientů
- Riziko zpřísnění regulace
- Zásahy regulátorů, udělení pokut
- Riziko kybernetického útoku, ochrana osobních dat klientů
- Potenciální exit zakladatelů ze společnosti by především oslabil management firmy
- Měnové riziko při rostoucím zisku v zahraničí
- Obecné ekonomické zpomalení, růst nezaměstnanosti

Předběžné výsledky za rok 2021 a vývoj trhu v ČR a SK

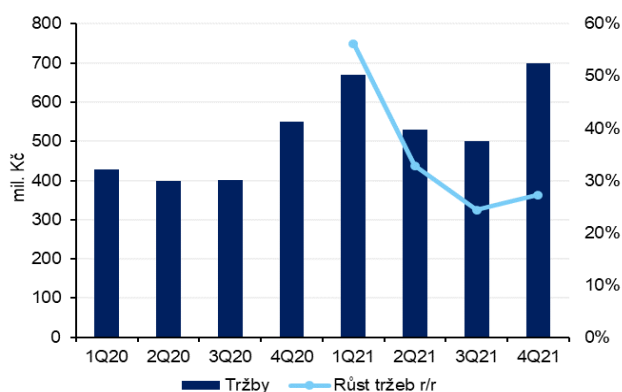
Pilulka Lékárny za rok 2021 zatím zveřejnila předběžné konsolidované tržby přes 2,4 mld. Kč (bez zahrnutí franšiz), což implikuje meziroční růst blízko 35%. Online prodej rostl meziročně o 50%. Počet unikátních online zákazníků dosáhl 750 tisíc (meziročně přes 30% více), zákazníci učinili 1,4 milionu online objednávek. Zveřejněné tržby byly blízko našeho odhadu 2,37mld. Kč a mírně nad výhledem firmy na úrovni 2,3 mld. Kč, publikovaným v říjnu 2021 v rámci START DAY na BCPP.

(CZK, mil.)	2019	2020	2021*
Tržby	1240	1792	>2400
meziroční růst	28%	45%	> 34%

Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research, *předběžná čísla

Z uvedených dat vyplývá, že tržby v sezónně nejsilnějším čtvrtém kvartále rostly meziročně kolem 27% a oproti třetímu kvartálu tak tempo růstu zrychlilo z 24%. Firma pro třetí kvartál avizovala možné zpomalení růstu tržeb kvůli rekonstrukci skladů, nakonec se i tak udrželo na silné úrovni.

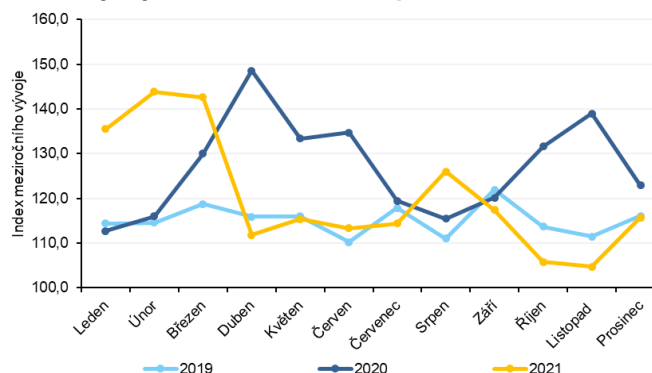
Vývoj kvartálních tržeb



Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research, údaje pro 2Q a dále dopočítány ze zveřejněných údajů, čísla za rok 2021 předběžná.

Zrychlení růstu ve čtvrtém kvartále bylo rovněž velmi solidní vzhledem ke znatelně méně přísným pandemickým opatřením, jež se promítla do výrazného zpomalení růstu celkového e-commerce v ČR za říjen a listopad k 5%, jak ukazují data od ČSÚ. Částečné oživení online prodeje pak zaznamenal až prosinec s příchodem varianty Omikron.

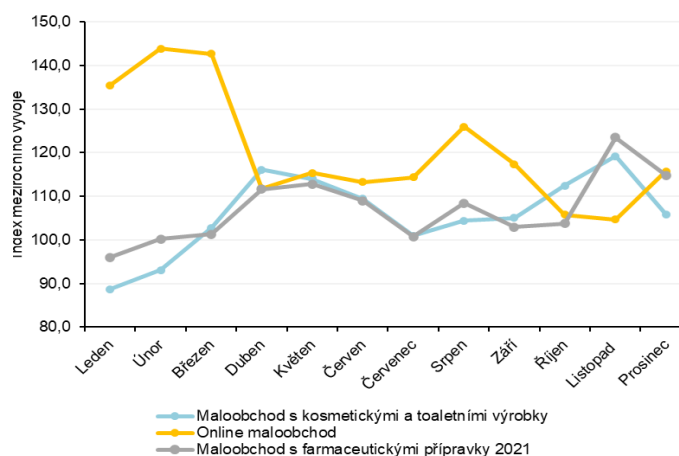
Meziroční vývoj maloobchodu v ČR prostřednictvím internetu



Zdroj: ČSÚ, ČS Research

Během října a listopadu byl s lepší pandemickou situací patrný přesun zpět do kamenných obchodů i v rámci lékárenského a osobního zboží, jak ukazuje další graf. Pilulce tak patrně pomohlo, že stále asi 20% tržeb (bez zahrnutí franšíz), generuje v kamenných lékárnách, takže zde patrně došlo k částečné kompenzaci zpomalení v onlinu. **Přestože celkově ve druhé polovině roku došlo ke zpomalení tempa růstu tržeb oproti 45% růstu v polovině první, lze považovat tempo za poslední kvartály kolem 25% za silné** a pokračující zlepšování pandemické situace by nemělo vést k výraznému zpomalení růstu onlinu v roce 2022 pod 20%. Hlavní konkurenti Dr.Max, Benu a Lékárna.cz online tržby za rok 2021 podle dostupných dat zatím nezveřejnili.

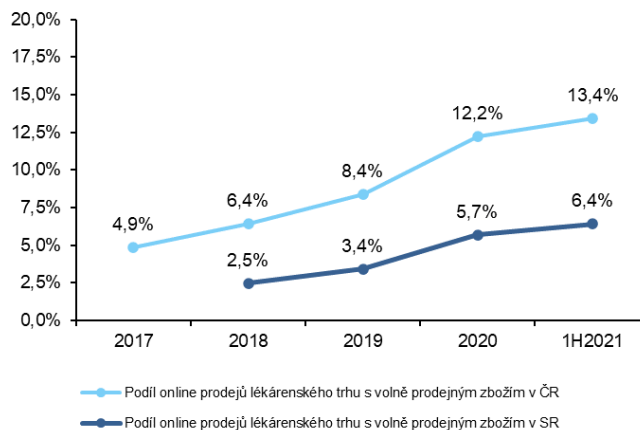
Meziroční vývoj maloobchod s farmaceutickými a kosmetickými výrobky v ČR v roce 2021 (v běžných cenách)



Zdroj: ČSÚ, ČS Research

Hlavním faktorem pro silný růst online prodeje v rámci lékárenského trhu s volně prodejným zbožím zůstává rostoucí online penetrace, jež dle posledních dostupných dat IQVIA, pokračovala i v první polovině roku 2021 a přesáhla 13% v ČR a 6% v SR. Celkový trh s volně prodejným lékárenským a zdravotním zbožím rostl na hodnotu přes 27 mld. Kč v ČR a v přepočtu 18 mld. Kč v SR. Vzhledem k rozšiřujícímu se portfolio kategorií prodávaných Pilulkou v oblasti osobní a domácí péče, jež data od IQVIA patrně nezahrnují, nicméně adresovatelný trh odhadujeme nejméně o 30-50% větší. Z pohledu dalších 5let vidíme trendový růst v ČR k 25% a na Slovensku k 15%.

Online penetrace lékárenského trhu s volně prodejným zbožím v ČR a SK



Zdroj: IQVIA, ČS Research

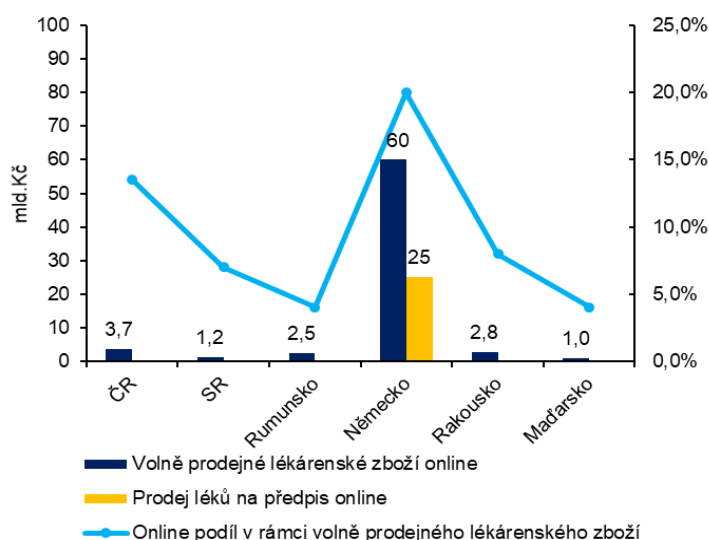
Zahraniční expanze

Management v prosinci uvedl, že Pilulka plánuje letos provést doposud největší expanzi na trhy v Německu, Rakousku a Maďarsku. Z toho důvodu lze očekávat, že investice v následujících dvou letech dosáhnou stovek milionů Kč. O expanzi do Maďarska hovořil management již při IPO, kvůli COVID-19 a zrychlení růstu na jádrových trzích byla ale nakonec odložena.

Německo je zcela jistě atraktivní jednak jako největší lékárenský trh v Evropě, jednak z hlediska geografické polohy vůči ČR a také kvůli přívětivější legislativě, jež umožňuje online prodej léků na předpis. Ten zatím není povolen na žádném trhu, kde Pilulka působí. Od roku 2022 se zde navíc zavádí povinné vystavování receptů na předpisové léky online, od čehož se očekává výrazné nakopnutí růstu podílu online prodeje v tomto segmentu. Online penetrace v rámci předpisových léků byla doposud totiž relativně nízká, asi do 2%, oproti online podílu v rámci volně prodejných kategorií léků a doplňků blízko 20%, nejvíce v Evropě.

Rakousko pak dává smysl z hlediska možných synergií ve vztahu k trhu v Německu. Maďarsko nabízí rovněž výhodu geografického umístění mezi současnými trhy na Slovensku a v Rumunsku. Je zde ale opačný vývoj z hlediska regulace, kde je od letoška nově zakázán volný online prodej OTC léků, resp. jejich doručování musí provádět profesionální lékárníci a nikoliv zásilkové služby. Jako důvod je uveden výrazný růst online prodeje v rámci pandemie COVID-19, jenž ohrožuje budoucnost tamějších kamenných lékáren bez e-shopů. To snižuje naše odhady pro růst tamějšího online trhu, nicméně jen do jisté míry, kdy vycházíme z obdobné situace jako v ČR, kde OTC léky Pilulky v roce 2020 tvořily asi 15% online prodeje. Odhadovanou velikost stávajících a nových trhů a tamější online penetraci ukazuje graf.

Velikost lékárenského trhu a online penetrace v jednotlivých zemích



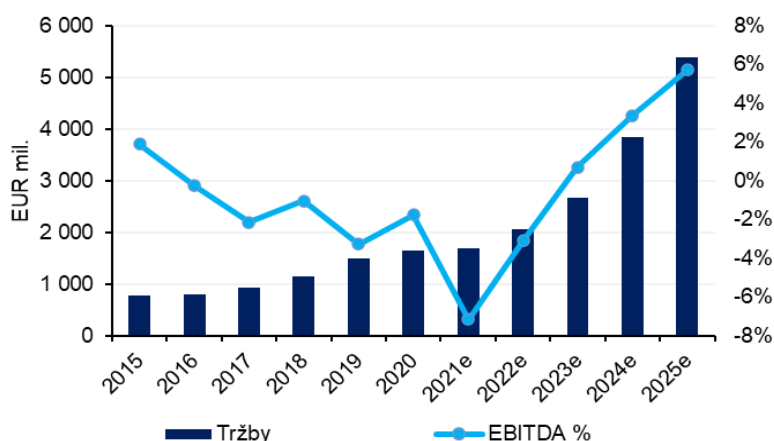
Zdroj: data z ČR: IQVIA, ÚZIS, data z SR: IQVIA, Statistický úřad SR, Maďarsko: IQVIA, Rumunsko: CEGEDIM, Německo: Sempora, Rakousko: Sempora, ČS Research

Zejména v případě vstupu na německý trh by došlo k několikanásobnému zvýšení velikosti adresovatelného trhu oproti zemím, kde Pilulka již působí. Na druhé straně zejména v Německu je trh relativně konsolidovaný, kdy zde již působí v lékárenském online retailu dominantní nadnárodní hráči Zur

Rose a Shop Apotheke. Zur Rose má v Německu asi 40% tržní podíl, Shop Apotheke pak asi poloviční. V Rakousku je jedničkou Shop Apotheke. Proniknutí na tyto trhy tak bude výzvou.

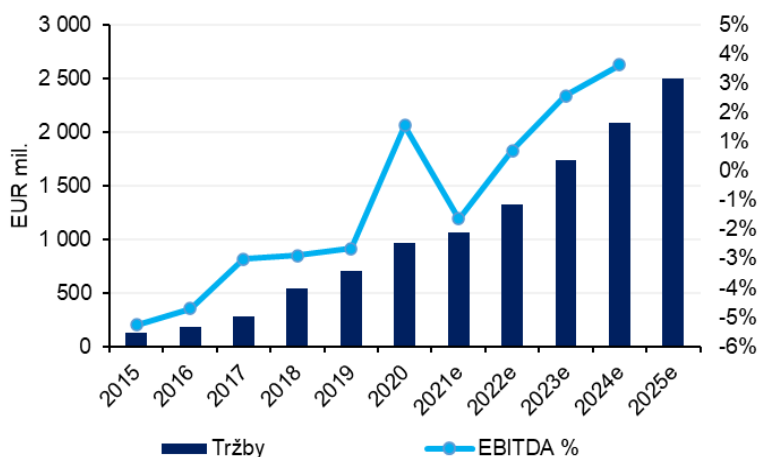
Obě firmy v posledních letech silně rostou, zejména Shop Apotheke, s růstem 50% CAGR od roku 2016, větší Zur Rose pak na úrovni 20% CAGR. Na úkor silného růstu tržeb nicméně zatím nedosahují stabilně zisku ani na EBITDA úrovni. Odhady trhu pro růst tržeb do roku 2025 jsou u obou firem na úrovni 25% CAGR, s překlopením do EBITDA zisku u Shop Apotheke v letošním roce a Zur Rose v roce 2023.

Zur Rose: Historický a prognózaný vývoj hospodaření



Zdroj: Reuters, ČS Research, výhled na základě mediánu konsenzu dle Reuters

Shop Apotheke: Historický a prognózaný vývoj hospodaření



Zdroj: Reuters, ČS Research, výhled na základě mediánu konsenzu dle Reuters

Plánovanou expanzi na nové trhy zatím nezahrnujeme v našich odhadech pro hospodaření Pilulky vstupujících do ocenění, nicméně nabízíme **ilustrativní kalkulaci modelu DCF** projektu expanze. Při uskutečnění expanze bychom pak tyto odhady pravděpodobně postupně reflektovali i v našem ocenění.

Ilustrativní DCF model pro expanzi na nových trzích

V případě úspěšné expanze pro Německo uvažujeme růst tržního podílu na cílových 5% po roce 2035. Přihlížíme k tomu, že 50-60% trhu představují dominantní hráči Zur Rose a Shop Apotheke a předpokládáme, že Pilulka bude schopna získávat tržní podíl zejména vůči zbylé části trhu, kde by takto dosáhla cílového tržního podílu zhruba 10-12%. V Rakousku, kde je silný hráč Shop Apotheke, ale zbytek trhu je více fragmentovaný, odhadujeme růst tržního podílu na 8%, v Maďarsku pak bez přítomnosti zmíněných nadnárodních hráčů na 10%. **Na základě našich odhadů pro velikosti příslušných trhů tak odhadujeme možné tržby Pilulky na těchto trzích přes 25 mld. Kč po roce 2035.** Tím by nové trhy Pilulce tvořily více než polovinu tržeb. Na úrovni provozního zisku pracujeme **s růstem EBIT marže na 3,9% do roku 2035**, což zhruba odpovídá EBIT marži, již odhadujeme u Pilulky po roce 2030 na stávajících trzích.

Management v souvislosti s expanzí uvedl, že investice firmy v příštích dvou letech dosáhnou stovek milionů Kč. V rámci našich odhadů vycházíme z toho, že Pilulka může pro vstup na zahraniční trhy zvolit cestu akvizice a pracujeme tak s investicí ve výši 300 mil. Kč v letošním roce.

V případě akvizice na této úrovni a vyšší je realistické uvažovat o navýšení kapitálu Pilulky úpisem nových akcií. I přes čistou hotovostní pozici Pilulky (již odhadujeme na asi 60 mil. Kč ke konci roku 2021) by nebyly vlastní prostředky dostatečné.

V případě naplnění uvedených předpokladů a s příslušnými parametry nákladů kapitálu by čistá současná hodnota expanze na nové trhy mohla činit přes 1850 Kč na akcii. Z krátkodobého pohledu expanze ale představuje spíše riziko vynaložených investičních nákladů, dopadů do ziskovosti firmy a úpisu nových akcií, jež by mohl proběhnout s diskontem vůči aktuální tržní ceně.

Hlavní předpoklady:

1. Růst tržeb do roku 2035 na úroveň kolem 15 mld. Kč, růst v perpetuitě 3%
2. EBIT marže do roku 2035 3,9%, v perpetuitě 4,0%
3. Financování vlastním kapitálem ze 100%
4. Riziková premie akcií jako průměr tržbami vážených rizikových premií pro Německo, Rakousko a Maďarsko dle standardu Erste Group
5. Beta faktor 1,5 do roku 2026, s poklesem na 1,3 do roku 2031, na 1,1 do roku 2035 a pro perpetuitu 1,0.

DCF ocenění projektu expanze:

DCF ocenění projektu expanze															Perpetuita
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Normalizované
Bezriziková výnosová míra	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%
Riziková prémie akcií	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta faktor	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Náklady vlastního kapitálu	7,9%	8,4%	8,5%	9,0%	9,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%
WACC	7,9%	8,4%	8,5%	9,0%	9,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%

mil. Kč	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	Normalizované
Tržby Německo	0	209	423	802	1402	2087	2898	3845	4938	6190	7782	9566	11277	12747	23044
Uvažovaný tržní podíl	0,0%	0,2%	0,3%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,5%	1,4%	1,6%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	5,0%
Tržby Rakousko	0	17	40	77	132	209	312	435	550	682	814	1048	1310	1601	1710
Uvažovaný tržní podíl	0,0%	0,3%	0,6%	1,0%	1,5%	2,1%	2,8%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	8,0%
Tržby Maďarsko	0	7	20	39	66	100	144	198	264	381	523	669	803	998	1164
Uvažovaný tržní podíl	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Tržby celkem	0	234	483	918	1600	2397	3355	4478	5752	7252	9119	11282	13389	15346	25918
Růst tržeb		n.m.	106%	90%	74%	50%	40%	33%	28%	26%	26%	24%	19%	15%	3%
EBIT	-15	-50	-56	-37	-8	0	34	63	115	167	264	395	495	598	1 037
EBIT marže		-21,5%	-11,5%	-4,0%	-0,5%	0,0%	1,0%	1,4%	2,0%	2,3%	2,9%	3,5%	3,7%	3,9%	4,0%
Efektivní daňová sazba	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	20%	25%	28%	28%	28%	30%
NOPLAT	-15	-50	-56	-37	-8	0	34	63	98	133	198	284	357	431	726
+ Odpisy	0	4	7	14	24	36	50	67	69	94	109	124	134	153	207
Kapitálové investice / Odpisy	n.m	-2333%	-1200%	-667%	-400%	-253%	-200%	-167%	-167%	-138%	-125%	-127%	-130%	-120%	-100%
+/- Změny pracovního kapitálu	-10	-28	-18	-18	-24	-27	-29	-26	-20	-28	-29	-36	-26	-22	-52
Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb	n.m	-12,0%	-7,2%	-4,2%	-3,5%	-3,4%	-3,0%	-2,3%	-1,5%	-1,8%	-1,5%	-1,7%	-1,2%	-1,1%	-0,5%
- Kapitálové investice	-300	-82	-87	-92	-96	-91	-101	-112	-115	-131	-137	-158	-174	-184	-207
Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)	-325	-157	-153	-133	-104	-82	-46	-8	32	69	142	215	291	378	674
Růst v perpetuitě															3,0%
Hodnota perpetuity															16 138
Diskontní faktor	0,93	0,85	0,79	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44	0,41	0,38	0,36	0,33	0,31
Diskontované cash flow - k 31.12.2021	-301	-134	-121	-96	-69	-50	-26	-4	15	31	59	83	104	126	5 019
Hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2021	4 636														
Hodnota vlastního kapitálu na akcii	1854														

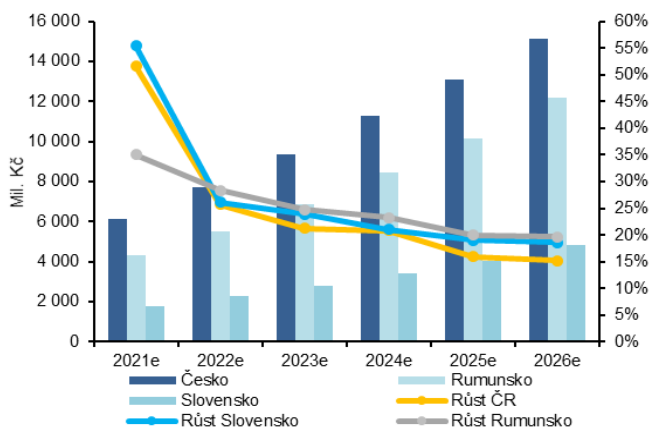
Zdroj: ČS Research

Prognóza hospodaření

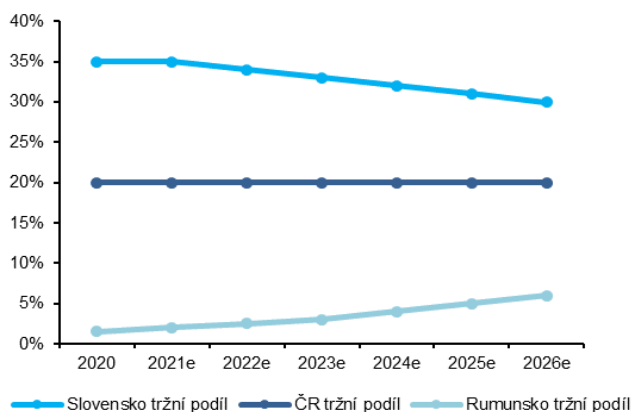
Do našich odhadů pro vývoj hospodaření Pilulky zatím nezahrnujeme plánovanou zahraniční expanzi do Německa, Rakouska a Maďarska. Tuto expanzi ponecháme jako scénář vývoje a při jeho realizaci jej do našich odhadů budeme postupně reflektovat. Předběžně oznámené tržby za rok 2021 s meziročním růstem 35% byly blízko našich odhadů, pro rok 2022 odhadujeme zpomalení růstu na 23% kvůli vlivu vyšší srovnávací základny se silným 45% růstem v 1H21, vyvolaným lockdownem, kde letos neočekáváme opakování této situace.

Naše odhady stavíme na růstu online trhu s lékárenským zbožím a výhledu na tržní podíl Pilulky. V ČR uvažujeme stabilní tržní podíl kolem 20%, na Slovensku pokles k 30% a v Rumunsku růst k 6% do roku 2026. Odhady pro vývoj tržeb v ČR ponecháváme oproti srpnovým odhadům prakticky beze změn. Pro Slovensko jsme zvýšili odhadovaný růst o 5% s výhledem na udržení střednědobého silnějšího růstu online trhu než v ČR, díky nižší startovací základně s nižší penetrací online trhu. Odhady pro Rumunsko zůstaly stejné, kdy v rámci minulého reportu jsme je snižovali o 10%, z důvodu pomalejšího než očekávaného růstu v roce 2020. Do roku 2025 odhadujeme růst tržeb na 4,9 mld. Kč. Vzhledem k posunu detailně prognózovaného období doplňujeme výhled o rok 2026, kde odhadujeme tržby přes 5,6 mld. Kč.

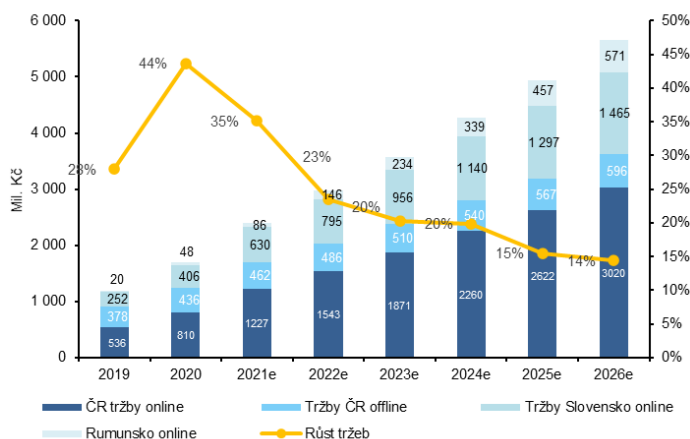
Prognóza růstu online trhu s lékárenským zbožím



Prognóza tržního podílu Pilulky



Prognóza tržeb Pilulky

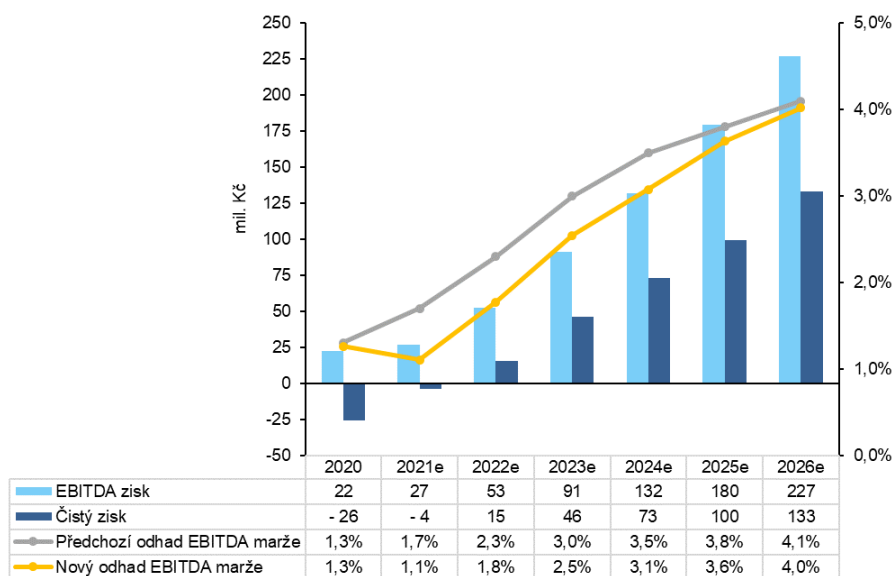


Zdroj: Pilulka, ČS Research

Prognóza zisku

V rámci EBITDA zisku snižujeme odhady vzhledem k očekávaným nákladovým tlakům na marže, jež vyplývá z negativního vlivu inflačního prostředí, jež se v ekonomice promítlo do výrazného růstu cen energií, materiálů (papír na balení zásilek) i tlaku na růst mezd. Podle našeho názoru se tyto vlivy dotknou i Pilulky. Na úrovni čistého zisku se pravděpodobně negativně promítne i růst úrokových nákladů, vzhledem k navázání financování na PRIBOR sazby. Obdobně tak posílení kurzu koruny vůči euru za loňský rok o 5% bude mít negativní vliv na přepočtené výsledky hospodaření ze zahraničí na konsolidované úrovni.

Prognóza zisku



Zdroj: Pilulka, ČS Research

Změny v odhadech

Oproti předchozímu odhadu ze srpna jsme zvýšili odhad pro růst tržeb pro rok 2021 v návaznosti na předběžně oznámené tržby Pilulkou. O 2% pak byl zvýšen výhled tržeb pro rok 2022 a o 1% pro 2023, v důsledku zvýšení odhadů pro tempo růstu online lékárenského trhu na Slovensku. Na druhé straně došlo ke snížení odhadované EBITDA marže v důsledku nákladových tlaků v oblasti energií, materiálů, i osobních nákladů.

	2021e				2022e				2023e		
	předchozí	nový	změna		předchozí	nový	změna		předchozí	nový	změna
Tržby	2365	2405	2%		2916	2969	2%		3544	3570	1%
EBITDA	39	27	-31%		68	53	-22%		106	91	-14%
Čistý zisk	9	-4	n.m.		31	15	-51%		61	46	-25%

Zdroj: Pilulka, ČS Research

Ocenění

V rámci aktuálního ocenění zvyšujeme váhu odvětvového srovnání z 30% na 40%, jelikož lze z vývoje ceny akcií dovozovat, že trh prioritně reflektuje na tento způsob ocenění. Tato úprava má vliv na zvýšení celkového ocenění akcií Pilulky. V našem ocenění nicméně i tak zůstává metodou s nižší vahou, zejména kvůli faktu pouze dvou relevantních srovnávaných společností. Jejich počet se proti minulému ocenění ještě snížil o jednu firmu, z důvodu absence odhadů pro hospodaření firmy Farmae SA.

Naše ocenění na základě 60% váhy modelu DCF-FCFF a 40% váhy odvětvového srovnání implikuje pro akcie Pilulky dvanáctiměsíční cílovou cenu 1385 Kč/akcii, což je o 13% výše, než naše předchozí ocenění. S růstem cílové ceny zvyšujeme na akcie Pilulky doporučení na Držet z Redukovat. Společnost za rok 2021 pokračovala v růstu tržeb tempem mírně vyšším než jsme očekávali a očekáváme silný růst i v roce 2022. Snižujeme ale naše odhady na marže vzhledem k předpokládanému negativnímu vlivu nákladových tlaků. Do ocenění se negativně promítl i růst WACC, vzhledem k dynamickému růstu základní úrokové sazby ČNB a výnosů českých vládních dluhopisů. Akciím Pilulky aktuálně nenahrává ani vývoj v sektoru, kdy akcie hlavních srovnatelných titulů v posledních měsících s odezníváním pandemie a celkového přecenění trhu znatelně klesaly.

Shrnutí ocenění

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/Tržby	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	1214	1641	1385
Váha ocenění	60%	40%	100%

Zdroj: Pilulka, ČS Research

Metoda diskontovaných peněžních toků

Ocenění pomocí DCF implikuje zvýšení hodnoty oproti minulému ocenění asi o 7%, kdy na jedné straně negativní vliv poklesu odhadované marže zejména pro první fázi odhadů a růst bezrizikové výnosové míry kompenzoval mírný růst odhadů tržeb a posunutí detailně prognózovaného období o jeden rok do roku 2026.

DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 1214 Kč. Námi očekávaný růst tržeb nad 20% CAGR na stávajících trzích (ČR, SR, Rumunsko) do roku 2026 by měl otevřít prostor k růstu EBITDA marže ke 4% zejména díky relativnímu poklesu podílu osobních a marketingových nákladů, úsporám z rozsahu a efektu provozní páky. Od roku 2023 odhadujeme kladné FCFF a jeho růst k 250 mil. Kč na konci druhé fáze výhledu v roce 2031.

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

- Detailními odhady FCFF pro roky 2022-2026 v první fázi
- Trendovým výhledem růstu tržeb a marže pro následujících pět let
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve třetí fázi
- Modelově vycházíme z očekávané úrovně rozvahy ke konci roku 2021 (60 mil. Kč očekávané čisté hotovosti)

Hlavní předpoklady pro DCF model:

- **Bezriziková výnosová míra 3,0%** na základě výhledu průměrného očekávaného výnosu do splatnosti desetiletých státních dluhopisů ČR.

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

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

- **Průměrné náklady cizího kapitálu 3,2% pro první fázi modelu**, 4,0% pro druhou fázi modelu a 4,5% pro perpetuitu.

- **Efektivní daňová sazba 0% do roku 2023** díky očekávanému uplatnění daňových ztrát z minulých let, 10% v roce 2024 a 19% od roku 2025.

- **Trendový růst tržeb ve druhé fázi 10% ročně** na základě očekávaného zpomalování růstu podílu e-commerce, při pokračujícím růstu podkladových trhů v nižších jednotkách procent.

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

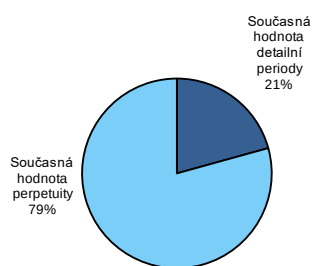
Výpočet WACC	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Perpetuita
Bezriziková výnosová míra	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Riziková prémie akcií	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Beta faktor	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Náklady vlastního kapitálu	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,1%
Náklady cizího kapitálu	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,5%
Efektivní daňová sazba	0,0%	0,0%	10,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	7,0%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	4,5%
Váha vlastního kapitálu	99%	99%	99%	98%	98%	95%	94%	92%	90%	88%	85%
WACC	10,3%	10,2%	10,2%	10,2%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	8,4%

DCF valuace

(CZK mil.)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Normalizované
<i>Růst tržeb</i>	23%	20%	20%	15%	14%	10%	10%	10%	10%	10%	3,0%
EBIT	22,9726	54	89	132	173	203	237	272	313	358	378
<i>EBIT marže</i>	0,8%	1,5%	2,1%	2,7%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%	3,8%	3,9%	4,0%
<i>Efektivní daňová sazba</i>	0,0%	0,0%	10,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Daň z EBIT	0,0	0,0	-9	-25	-33	-39	-45	-52	-59	-68	-72
NOPLAT	23	54	80	107	141	165	192	221	253	290	306
+ Odpisy	27	34	40	46	51	56	56	66	74	80	83
<i>Kapitálové investice / Odpisy</i>	<i>210%</i>	<i>173%</i>	<i>163%</i>	<i>155%</i>	<i>149%</i>	<i>156%</i>	<i>171%</i>	<i>148%</i>	<i>135%</i>	<i>128%</i>	<i>101%</i>
+/- Změny pracovního kapitálu	-12	-11	-14	-16	-19	-16	-14	-12	-13	-11	-3
<i>Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-1,0%</i>
- Kapitálové investice	-57	-59	-65	-71	-76	-87	-96	-98	-100	-103	-84
Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)	-19	18	41	66	97	118	139	177	214	256	303
<i>Růst v perpetuitě</i>											3,0%
Hodnota perpetuity											5 760
<i>Diskontní faktor</i>	0,91	0,82	0,75	0,68	0,62	0,56	0,52	0,47	0,43	0,39	0,36
Diskontované cash flow - k datu 31.12.2021e	-17	15	31	45	60	67	72	83	92	101	2 098
Enterprise value - 31.12.2021e	2 646										
Minority	0										
Neprovozní aktiva	0										
Cistý dluh - 31.12.2021e	-60										
Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2021e	2 706										
Počet akcií (mil.)	2,5										
Náklady vlastního kapitálu	10,3%										
12M cílová cena (CZK)	1 214										
Aktuální cena akcie (CZK) (k 25.02.2021)	1 390										
<i>Potenciál růst + / poklesu -</i>	<i>-13%</i>										

Rozložení Enterprise value

Senzitivita (na akci) :



		EBIT marže v terminální hodnotě				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	7,4%	1 144	1 291	1 438	1 584	1 731
	7,9%	1 052	1 183	1 314	1 445	1 576
	8,4%	977	1 095	1 214	1 332	1 450
	8,9%	914	1 022	1 130	1 238	1 346
	9,4%	861	960	1 059	1 159	1 258
		Růst v terminální hodnotě				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,4%	1 213	1 314	1 438	1 593	1 794
	7,9%	1 130	1 213	1 314	1 438	1 593
	8,4%	1 059	1 130	1 214	1 314	1 438
	8,9%	999	1 059	1 130	1 214	1 315
	9,4%	947	999	1 059	1 130	1 214

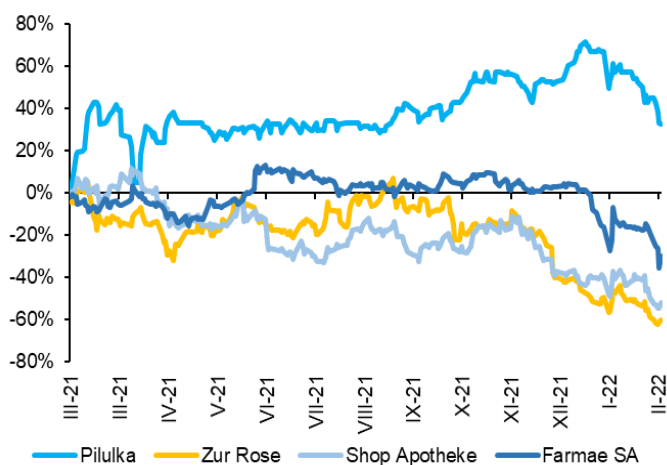
Zdroj: Česká spořitelna Research

Odvětvové srovnání

Akcie Pilulky dosáhly za poslední rok výrazně lepšího výkonu než srovnávací skupina lékáren, kam řadíme Zur Rose a Shop Apotheke, působící zejména v Německu a západní Evropě. Pro srovnávací ocenění jsme oproti minulému ocenění vyjmuli Farmae SA, působící v Itálii, z důvodu absence konsenzuálních odhadů. Díky lepší výkonnosti se v ocenění akcií Pilulky vymazal 30% diskont u násobku EV/Tržby pro rok 2021, jež měly akcie Pilulky při našem posledním reportu. Diskont klesl i přestože samotné ocenění Pilulky zůstalo na 1,4násobku pro tržby roku 2021. Násobek srovnávacích společností klesl z hodnoty 2,0 na 1,3.

Snížení diskontu lze vysvětlit jednak vývojem hospodaření, kdy Pilulka doposud dokázala splnit či překonat cílované výsledky, akcionáři tedy neměli kromě výběrů zisků příliš důvodů k prodeji. Srovnávací firmy na druhé straně převážně zaostávaly, zejména co se týče naplňování odhadů ziskovosti, což ve spojení s ještě vyšší úrovní ocenění vytvořilo prostor pro jeho pokles. Vysvětlením může být i relativní „izolovanost“ obchodování s Pilulkou na trhu START pražské burzy, kde obchodování do takové míry nepodléhá globálnímu sentimentu, jež se s výhledem na růst úrokových sazeb FED projevil zejména od začátku roku korekcí ocenění v růstových společnostech, či společnostech z oblasti online prodeje, jež zatím nedosahují zisku. Výraznější reakce byla patrná u akcií Pilulky až v posledních týdnech.

Výkonnost akcií za poslední rok



Zdroj: Reuters, Česká spořitelna Research

V rámci předchozího ocenění akcií Pilulky pomocí odvětvového srovnání jsme aplikovali diskont 30% vůči odvětvovému průměru poměru EV/Tržby pro rok 2021, s výsledným násobkem 1,4x. V rámci aktuálního ocenění již diskont neaplikujeme z důvodu relativně lepší výkonnosti Pilulky oproti srovnávacím firmám. I když z dlouhodobého pohledu mají Zur Rose a Shop Apotheke díky své velikosti stále potenciál na dosažení vyšších marží, aktuální konsenzuální odhady pro růst marží do roku 2025 jsou blízko našim odhadům pro Pilulku. Diskont neuvažujeme ani z titulu nižšího podílu obchodovaných akcií a absence kontinuálního obchodování na trhu START na BCPP. Průměrný objem obchodů za posledních 6 měsíců u akcií Pilulky na úrovni kolem 500 akcií/denně je podobný v relativním podílu na celkovém objemu vydaných akcií jako např. u Kofoly, obchodované na hlavním trhu BCPP.

Aplikací odvětvového průměru EV/Tržby pro rok 2022e ve výši 1,2x, jež vztahujeme k očekávaným tržbám a čistému zadlužení Pilulky v roce 2022e,

dostáváme dvanáctiměsíční cílovou cenu Pilulky pro odvětvové srovnání na úrovni 1641 Kč/akcii.

Ocenění Pilulky na základě odvětvového průměru EV/Tržby

Průměr EV/Tržby pro 2022
Očekávané tržby v 2022 (mil. Kč)
Implikovaná EV v 2022 (mil. Kč)
Odhadovaný čistý dluh v 2022 (mil.Kč)*
Implikovaná tržní kapitalizace (mil. Kč)
Počet akcií (mil.)
Náklady vlastního kapitálu
Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)

1,2

2969

3563

-35,0

3598

2,5

10,3%

1641

* záporná hodnota znamená čistou hotovostní pozici

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna Research

Vybrané ukazatele v rámci odvětvového srovnání

	P/S				EV/Tržby				P/E				EV/EBITDA			
	2020	2021e	2022e	2023e	2020	2021e	2022e	2023e	2020	2021e	2022e	2023e	2020	2021e	2022e	2023e
Zur Rose	1,0	1,0	0,8	0,6	1,2	1,2	1,0	0,9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	174
Shop Apotheke	1,5	1,5	1,2	0,9	1,4	1,5	1,3	1,0	n.m.	n.m.	n.m.	1150	n.m.	n.m.	130	32
Průměr	1,3	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	0,9	n.m.	n.m.	n.m.	1150	n.m.	n.m.	130	103
Pilulka Lékárny	2,0	1,4	1,2	1,0	1,9	1,4	1,2	1,0	n.m.	n.m.	229	75	150	129	65	38
Prémie/diskont vůči průměru	56%	16%	16%	26%	47%	5%	0%	2%	n.m.	n.m.	n.m.	-93%	n.m.	n.m.	-50%	-63%
	EBITDA MARŽE				CAGR											
	2020	2021e	2022e	2023e	Tržby 2021-23e											
Zur Rose	-1,8%	-7,2%	-3,6%	0,5%	25,7%											
Shop Apotheke	1,4%	-1,2%	1,0%	3,0%	27,0%											
Průměr	-0,2%	-4,2%	-1,3%	1,8%	26,0%											
Pilulka Lékárny	1,3%	1,1%	1,8%	2,5%	26,0%											
Prémie/diskont vůči průměru (p.b.)	1,4	5,3	3,1	0,8	0,0											

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna Research

Tabulky

Výsledovka	2019	2020	2021e	2022e	2023e
(CAS, mil. Kč, 31/12)					
Tržby	1 239	1 780	2 405	2 969	3 570
Výkonová spotřeba	1 112	1 582	2 178	2 687	3 217
Osobní náklady	146	167	192	220	253
Ostatní příjmy	7	6	6	6	6
Ostatní náklady	12	15	15	15	15
EBITDA	-23	22	27	53	91
Odpisy a amortizace	19	19	20	27	34
EBIT	-45	1	4	23	54
Finanční příjmy	0	1	1	1	1
Finanční náklady	7	27	9	9	9
Zisk před zdaněním	-52	-25	-4	15	46
Daně	-1	1	0	0	0
Čistý zisk	-51	-26	-4	15	46
Zisk připadající na minoritní podíly	-5	-4	0	0	0
Čistý zisk po minoritách	-45	-22	-4	15	46
Čistý zisk na akcii (Kč)	-20	-10	-2	6	19
Rozvaha					
(CAS, mil. Kč, 31/12)					
Hmotná a nehmotná aktiva	83	89	119	149	174
Kladný konsolidační rozdíl	31	29	26	24	22
Záporný konsolidační rozdíl	-1	-1	-1	-1	0
Finanční aktiva	0	0	0	0	0
Dlouhodobá aktiva	113	117	144	172	195
Zásoby	77	91	120	145	171
Krátkodobé pohledávky	139	155	167	199	230
Hotovost	10	132	86	63	77
Oběžná aktiva	226	378	374	407	478
Časové rozlišení aktivní	6	4	4	4	4
CELKOVÁ AKTIVA	345	498	522	583	677
Vlastní jmění	38	228	214	229	276
Menšinové podíly	-6	-10	0	0	0
Dlouhodobé závazky	42	3	3	3	3
Dlouhodobá pasiva	36	-7	3	3	3
Rezervy	0	6	6	6	6
Krátkodobé závazky	270	271	299	345	392
Krátkodobé úvěry a aktuální část dlouhodobý	34	25	26	28	29
Krátkodobá pasiva	305	296	325	372	421
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ	345	498	522	583	677
Výkaz finančních toků					
(CAS, mil. Kč, 31/12)					
Provozní cash flow	-22	7	3	33	72
Investiční cash flow	-49	-28	-50	-57	-59
Finanční cash flow	67	142	2	2	2
Změna hotovosti	-4	122	-46	-23	14
Marže a poměrové ukazatele					
2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Růst tržeb	22,8%	43,7%	35,1%	23,4%	20,2%
EBITDA marže	-1,9%	1,3%	1,1%	1,8%	2,5%
EBIT marže	-3,6%	0,1%	0,2%	0,8%	1,5%
Čistá marže	-3,7%	-1,2%	-0,2%	0,5%	1,3%
ROE	-120,7%	-9,6%	-1,8%	6,6%	16,8%
Podíl vlastního kapitálu	10,9%	45,7%	41,1%	39,3%	40,7%
Čistý dluh	67	-107	-60	-36	-48
Dluh k vlastnímu jmění	202,3%	12,2%	13,7%	13,4%	11,7%
Celkový investovaný kapitál	114	256	244	260	308

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým: ČR, makroekonomická prognóza ČR a bankovní sektor	Jiří Polanský Michal 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 Pícek	+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	ocech@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 Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužík	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance Projektové a exportní financování	Antonín Piskáček Lenka Tomanová	+420/956 765 810 +420/956 714 020	apiskacek@csas.cz ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

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

Důležitá upozornění

Obecná upozornění

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

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

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

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

Konflikty zájmů

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

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

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů

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

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

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

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

Metodologie pro investiční doporučení

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

Plánovaná frekvence aktualizace investičního doporučení

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

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 28.února 2022

ČEZ			Komerční banka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.10.21	880	akumulovat	28.1.22	1085	akumulovat
16.12.20	634	kupovat	4.11.21	v revizi	v revizi
26.9.19	603	akumulovat	16.12.20	710	akumulovat
3.10.18	632	akumulovat	10.1.20	905	držet
Moneta			Philip Morris CR		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
28.1.22	102	držet	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
3.11.20	68	kupovat	26.1.17	v revizi	v revizi
Kofola			VIG		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení
7.10.19	v revizi	v revizi	17.6.21	32	kupovat
22.11.17	490	akumulovat	30.7.20	25	kupovat
4.10.16	534	kupovat	29.3.19	29	kupovat
			25.9.18	30	kupovat
Avast			Píulka		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
26.2.21	161	akumulovat	28.2.21	1 385	držet
16.4.20	128	držet	12.8.21	1 222	redukovat
17.2.20	128	redukovat	22.1.21	859	akumulovat
4.10.19	126	akumulovat			
CTP			CZG		
Datum	Cílová cena (EUR)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
5.5.21	17,5	kupovat	13.5.21	446	kupovat
O2 ČR			Stock Spirits Group		
Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.12.21	pokrytí ukončeno		21.9.21	pokrytí ukončeno	

Rizika

Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů nebo riziko tržní volatility. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v investičním výzkumu. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko. Ne všechny investice jsou vhodné pro každého investora, proto by investor měl každé své investiční rozhodnutí zkontrolovat 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