

Pilulka

Hold
(Držet)

S větrem v zádech

Pilulka od svého vstupu na burzu pokračuje v "krasojízdě" a prožívá nejúspěšnější část svého dosavadního života. Cena akcie se téměř ztrojnásobila, výsledky za 2020 předčily očekávání a management výrazně vylepšil očekávání růstu tržeb a celkové ziskovosti. Pilulka představuje atraktivní sázku na disrupci farmaceutického trhu a rychlost deregulace prodeje léků na předpis zůstává klíčovým faktorem určující budoucí cenu akcie.

- ✓ Pilulka oznámila za rok 2020 konsolidované tržby ve výši Kč 1,780 mil a zisk EBITDA Kč 20 mil. Zatímco v tržbách je to "jen" o 4% lepší než management indikoval při vstupu na burzu, na úrovni EBITDA zisku je rozdíl lepší o více než Kč 30 mil.
- ✓ Pandemie a podzimní lockdown výrazně vylepšily hospodaření Pilulky, což pokračovalo i během prvního čtvrtletí 2021, kdy Pilulka dosáhla 56% meziročního růstu tržeb a 4.9% EBITDA marže. Pozitivní vývoj přiměl management společnosti ke zlepšení výhledu hospodaření firmy. Pilulka by měla v roce 2024 dosáhnout konsolidované tržby ve výši Kč 4.96 mld a EBITDA marži ve výši 4.0%.
- ✓ Věříme, že současný trend rychlejšího přechodu spotřebitelů do online segmentu je dlouhodobější a strukturální povahy. Předpokládáme, že tržby Pilulky porostou do roku 2025 v průměru o 25% ročně a zisk EBITDA by měl dosáhnout Kč 185 mil, neboli 3.9% tržeb.
- ✓ Klíčovým parametrem růstu zisku a budoucí ceny akcie zůstává rychlost a detaily potenciální deregulace prodeje léků na předpis. Absence takového plánu a rychlý nárůst ceny akcií bohužel limitují další potenciál růstu.
- ✓ Stanovujeme férovou cenu akcií Pilulky na Kč 1,250 a doporučujeme akcie držet jako vhodný doplněk v rámci konzervativnějšího investičního portfolia.

Sektor:
Pharmacy/E-Commerce

Země:
Česká republika / CEE

Cena akcie: Kč 1 350

Cílová cena: Kč 1 250

Tržní kapitalizace:
USD 158 mil

Enterprise Value:
USD 151 mil

Počet aktivních klientů:
571,000 (Prosinec 2020)

Počet lékáren:
157 (Prosinec 2020)

HLAVNÍ UKAZATELE									
	TRŽBY	EBITDA	EBITDA MARŽE	ČISTÝ ZISK	ROCE	DLUH/EBITDA	EV/SALES	EV/EBITDA	PER
	CZK mil	CZK mil	%	CZK mil	%				
2024P	4,556	157	3.44	101	33.2	-1.25	0.718	20.9	33.4
2023P	3,688	109	2.96	65.9	27.4	-1.50	0.896	30.2	51.2
2022P	2,924	72.5	2.48	37.9	19.4	-2.09	1.13	45.7	89.1
2021P	2,264	45.9	2.03	16.4	9.82	-3.16	1.47	72.4	206
2020	1,780	20.2	1.13	-25.6	-17.4	-6.70	0.767	67.7	-66.9
2019	1,239	-25.8	-2.08	-50.7	-42.5	-1.41	...	...	...

Zdroj: Pilulka, Helgi Analytics

1 Finanční výsledky a výhled

1.1 Výsledky v 2020

Pilulka oznámila za rok 2020 konsolidované tržby ve výši Kč 1,780 mil a zisk EBITDA Kč 20.2 mil. To je v tržbách o 4% lepší než management indikoval při vstupu na burzu, na úrovni EBITDA zisku je rozdíl lepší o více než Kč 30 mil. To znamená vyšší EBITDA marže o téměř 2 procentní body oproti původnímu očekávání.

Vstup na burzu také výrazně posílil kapitálovou pozici společnosti a snížil tak závislost na externím financování zejména od dodavatelů. Firma získala úpisem nových akcií celkem Kč 212 mil a na konci roku měla přebytek hotovosti nad dluhy Kč 135 mil (oproti čistému dluhu ve výši Kč 36 mil na konci 2019) a čistý pracovní kapitál ve výši Kč 38 mil (Kč 26 mil v 2019).

Pilulka na konci roku 2020 také vykoupila 30% minoritního akcionáře (za RON 13,500) ve své rumunské dceřinné společnosti S.C. Pilulka Online S.R.L. a stala se tak 100% vlastníkem rumunského businessu.

VÝSLEDOVKA		2017	2018	2019	2020	ZMĚNA
TRŽBY	CZK mil	663.5	1,033	1,239	1,780	43.7%
EBITDA	CZK mil	12.1	-28.9	-25.8	20.2	...
EBIT	CZK mil	4.71	-40.8	-44.8	1.06	...
FINANČNÍ NÁKLADY	CZK mil	0.73	0.40	7.23	26.2	261.7%
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	CZK mil	2.49	-41.9	-52.1	-25.1	-51.8%
ČISTÝ ZISK	CZK mil	1.74	-41.9	-45.5	-21.9	-52.0%
UKAZATELE		2017	2018	2019	2020	ZMĚNA
ROE	%	...	-90.3%	-170.3%	-16.5%	153.8%
ROCE	%	...	...	-42.5%	-17.4%	25.1%
EBITDA MARŽE	%	1.8%	-2.8%	-2.1%	1.1%	3.2%
EBIT MARŽE	%	0.71%	-3.9%	-3.6%	0.1%	3.7%
ČISTÁ MARŽE	%	0.26%	-4.1%	-4.1%	-1.4%	2.7%
ČISTÝ DLUH / EBITDA		...	-2.6	-1.4	-6.7	-5.3
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	...	483.7%	96.5%	-59.3%	-155.8%
NÁKLADY NA DLUH	%	...	...	4.6%	5.0%	0.44%

Zdroj: Pilulka, Helgi Analytics

ROZVAHA		2017	2018	2019	2020	ZMĚNA
AKTIVA	CZK mil	250.3	305.9	344.5	498.0	44.5%
FIXNÍ AKTIVA	CZK mil	60.6	68.3	113.2	116.7	3.1%
OBĚŽNÁ AKTIVA	CZK mil	162.8	237.7	225.6	377.7	67.4%
PRACOVNÍ KAPITÁL	CZK mil	...	31.0	26.0	38.3	47.2%
VLASTNÍ JMĚNÍ	CZK mil	77.0	15.8	37.7	227.8	504.6%
ČISTÝ DLUH	CZK mil	...	76.2	36.3	-135.1	-471.6%
VALUACE		2017	2018	2019	2020	ZMĚNA
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	...	...	...	68.4	...
ENTERPRICE VALUE	USD mil	...	...	...	62.1	...
POČET AKCIÍ	mil	...	...	...	2.50	...
CENA AKCIE	CZK	...	...	...	585.0	...
EV/EBITDA		...	...	...	67.7	...
EV/SALES		...	...	...	0.77	...
P/E		...	...	...	Neg.	...
P/BV		...	...	...	6.4	...

1.2 Výhled managementu

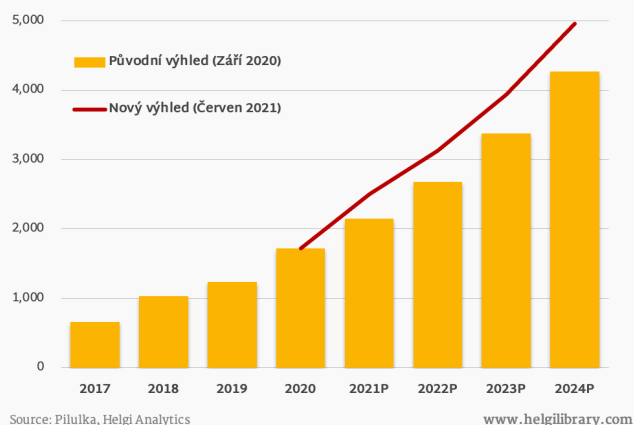
Pandemie a podzimní lockdown výrazně vylepšily hospodaření Pilulky, což pokračovalo i během prvního čtvrtletí 2021, kdy Pilulka dosáhla 56% meziročního růstu tržeb a 4.9% marže na úrovni EBITDA zisku.

Pozitivní vývoj přiměl management společnosti ke zlepšení výhledu hospodaření firmy. Pilulka by měla v roce 2024 dosáhnout konsolidované tržby ve výši Kč 4.96 mld (16.3% nárůst oproti výhledu z podzimu 2020) a EBITDA marže ve výši 4.0% (zvýšení o 0.56 procentních bodů).

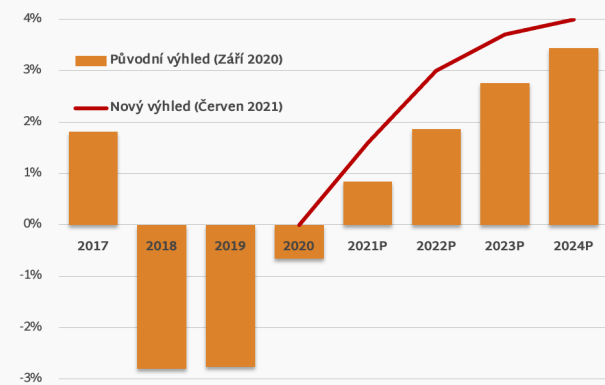
Zatímco pandemie se odrazila pozitivně na výsledcích stávajícího businessu, lockdown a s tím spojené administrativní bariéry přinutil management odložit vstup do Maďarska zhruba o rok.

Výhled tržeb - 2020-2024

Konsolidované tržby (Kč mil)



Výhled EBITDA marže - 2020-2024



1.3 Střednědobý výhled

Věříme, že současný trend rychlejšího přechodu spotřebitelů do online segmentu je dlouhodobější a strukturální povahy, což přesně vyhovuje business modelu Pilulky. V souladu s vylepšeným hospodařením společnosti a plánem managementu představujeme výhled společnosti do roku 2030, které slouží jako základ pro valuaci firmy. Náš výhled stojí na následujících hlavních předpokladech:

- ✓ Pokračující dynamický růst tržeb (25% do roku 2025 a 15% v 2025–2030)
- ✓ Zlepšující se EBITDA marže (na 3.93% v 2025)
- ✓ Pokračující pozitivní spolupráce s dodavateli (čistý pracovní kapitál ve výši 4% tržeb v 2025)

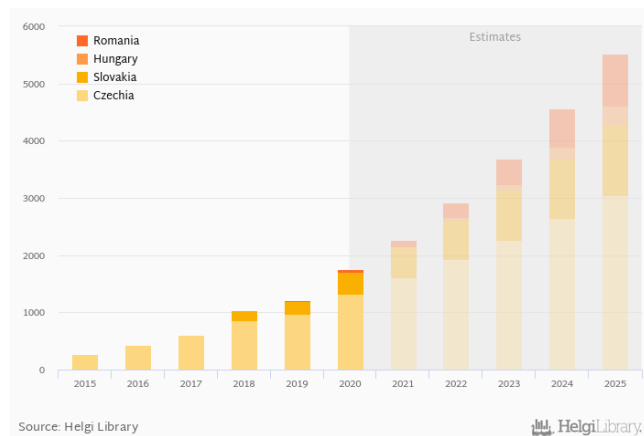
Náš model nepředpokládá do roku 2025 deregulaci prodeje léků na předpis, nicméně výhled dynamického růstu tržeb a zlepšující se marže je částečně zahrnuta ve valuačních odhadech po roce 2025. Také neuvažujeme o žádné akvizici a náš model počítá s výplatou přebytkové hotovosti ve formě dividend. V neposlední řadě zatím nebereme v potaz řadu možností strategického posunu firmy do oblasti digitalizace či e-health. Podobně jako Shop Apotheke a Zur Rose Pilulka připravuje vytvoření strategické e-health platformy, která by zákazníkům nabídla širokou nabídku produktů a navazujících služeb v péči o zdraví nebo rozvoj oblastí jako jsou například telemedicína nebo digitalizace plánování zdravotní péče. S tím je spojený vznik akcelérátoru Pilulka Lab, který by měl spojovat dobré nápady s business modelem firmy.

Růst tržeb

Předpokládáme, že Pilulka do roku 2025 poroste v průměru o 25% ročně a dosáhne celkových konsolidovaných tržeb ve výši Kč 5.5 mld. V letech 2025–2030 by se růst měl zpomalit na 15% ročně (a na 8% v letech 2030–35). Online segment by měl tvořit prakticky 100% růstu a jeho podíl stoupnout na 90% tržeb v 2025 (oproti 74% v 2020), domácí český trh by se pak měl podílet na méně než 50% celkových výnosů firmy (oproti 76% v 2020):

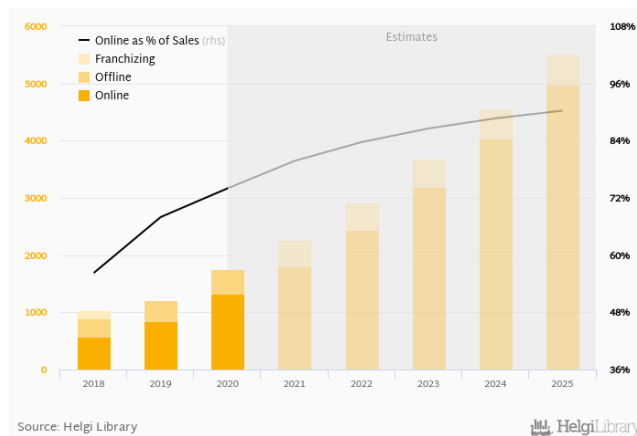
Struktura tržeb podle zemí

CZK mil



Online vs. offline tržby

CZK mil

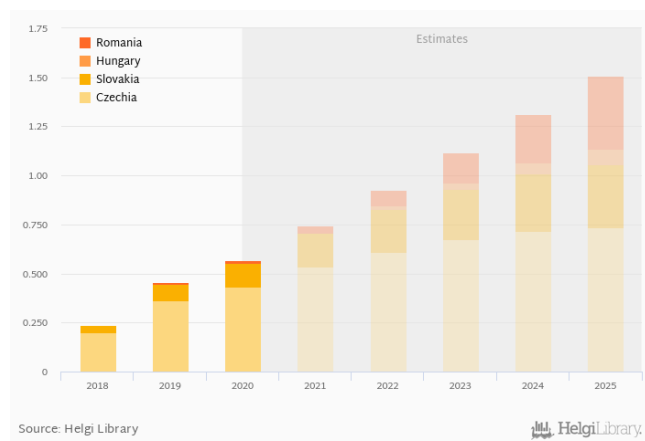


Pilulka je především sázka na dynamický růst a na zakladatele Petra a Martina Kasovi. Ti jsou velmi zdatní obchodníci, jak už prokázali na příkladu eshopu kasa.cz, kde tržby dosáhly Kč 2 mld v roce 2009. Dynamický růst tržeb Pilulky a lepší než očekávané výsledky zatím potvrzují pozitivní očekávání.

Společnost nezveřejnila detaily online a offline tržeb za rok 2020 ani bližší detaily nákupního chování zákazníků. Pilulka ale měla ke konci roku 2020 zhruba 571,000 aktivních zákazníků a předpokládáme, že ti v průběhu roku provedli na webu Pilulky v průměru dva nákupy každý za zhruba Kč 1,100. Pokud nebudeme dělat rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, předpokládáme, že by Pilulka by měla do konce roku 2025 získat okolo 1.5 mil aktivních zákazníků, aby dosáhla požadovaného business plánu:

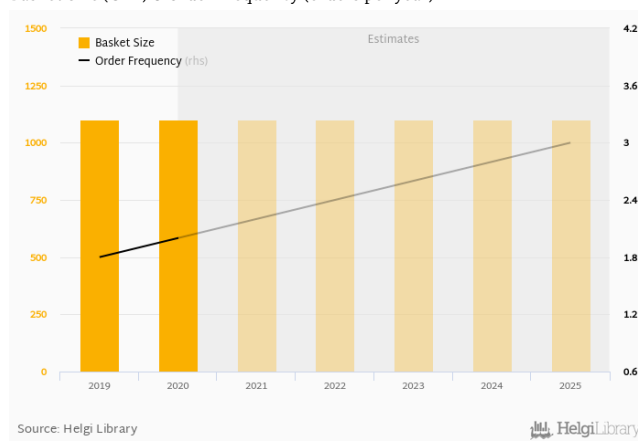
Počet klientů podle zemí

mil



Aktivita zákazníků

Basket Size (CZK) & Order Frequency (orders per year)

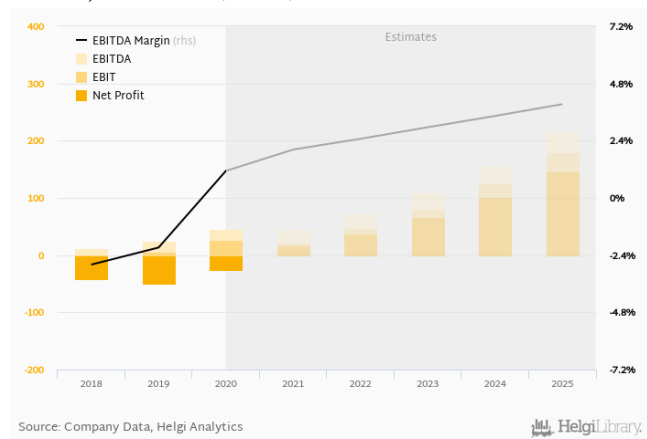


Ziskovost

Pilulka byla založena v roce 2013 a od té doby je většinou ztrátová, podobně jako její rivalové a vzory Zur Rose či Shop Apotheke. Pokud se podaří managementu pokračovat v dynamickém růstu tržeb, firma by se měla přehoupnout do zisku již v roce 2021, tedy o rok dříve než firma predikovala při svém vstupu na burzu na podzim 2020. V roce 2024 by EBITDA marže měla podle plánů managementu dosáhnout 4.0% a zisk EBITDA tedy Kč 198 mil. Náš výhled je o něco konzervativnější a předpokládá tržby na úrovni Kč 4.6 mld a EBITDA marži ve výši 3.44%:

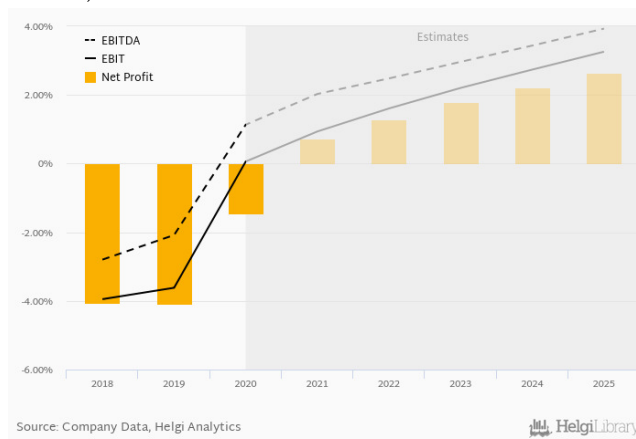
Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (CZK mil)



Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



Základem pro dosažení tak ambiciózních čísel je samozřejmě předpoklad pokračujícího dynamického růstu výnosů. Je to však podmínka nutná, nikoliv postačující. Růst tržeb bude muset být doprovázen:

- ✓ Strukturou tržeb generující minimálně 25% hrubou marži
- ✓ Úsporami z rozsahu a zvýšenou provozní efektivitou
- ✓ Klesajícími jednotkovými náklady na marketing a IT

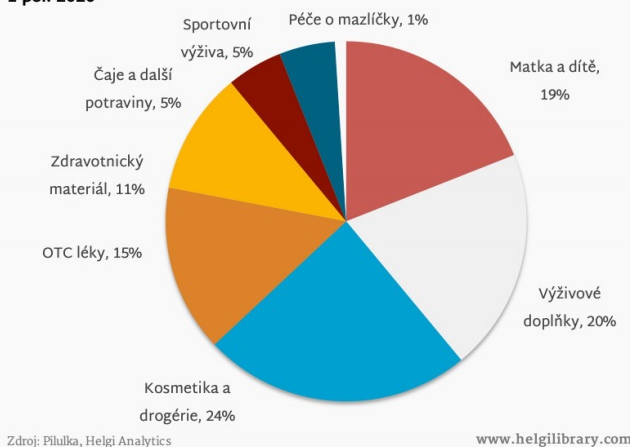
Minimální 25% hrubá marže

Online business Pilulky s průměrnou marží okolo 25% by měl být podle managementu ziskový zhruba od výše Kč 500 mil výnosů za rok, což potvrdily čísla za rok 2020 na českém trhu. Slovenský trh by měl překročit tuto hranici v roce 2021 a Rumunsko podle našeho výhledu v roce 2024.

Dokud nedojde k uvolnění prodeje léků na předpis online, celková struktura tržeb Pilulky zůstane výrazně odlišná od kamenného lékárenského segmentu, kde více než polovinu prodeje tvoří léky na předpis a téměř třetinu volně prodejné léky. V první polovině roku 2020 tvořily téměř dvě třetiny online tržeb produkty kosmetiky a drogerie (24%), výživové doplňky (20%) a potřeby pro matku a dítě (19%):

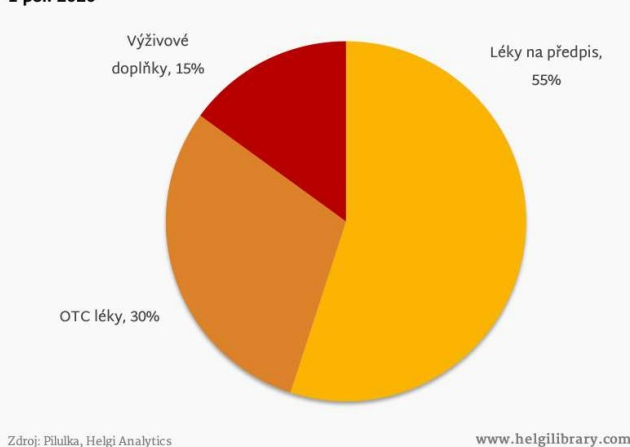
Struktura online tržeb

1 pol. 2020



Struktura offline tržeb

1 pol. 2020



Jak už ale naznačil rok 2020 a změna chování spotřebitelů, management Pilulky dokáže být velmi flexibilní a oportunistický. Zrychlený přesun spotřebitelů do online segmentu díky pandemii Covid-19 může paradoxně podpořit růst tržeb Pilulky do doby, než dojde k liberalizace online trhu s léky v ČR. Minimální výše hrubé marže ovšem zůstává jedním z klíčových parametrů, které budou nutné v následujících čtvrtletích/letech pečlivě sledovat.

Efektivita a úspory z rozsahu

Pilulka by měla navýšit výnosy do roku 2024 až 3x, což by mělo přinést výrazný pokles fixních nákladů jako podíl celkových tržeb. Jedním z příkladů je logistika, kde Pilulka například využívala své sklady v ČR a Slovensku v roce 2020 jen z 50% celkové kapacity a v Rumunsku dokonce jen z 25%.

Management předpokládá i snížení relativních variabilních nákladů s tím, jak firma zefektivní procesy, zejména pak v oblasti skladovacích a transportních nákladů.

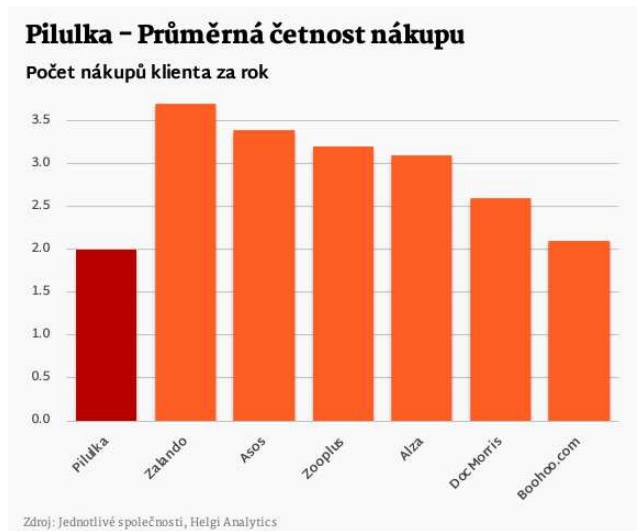
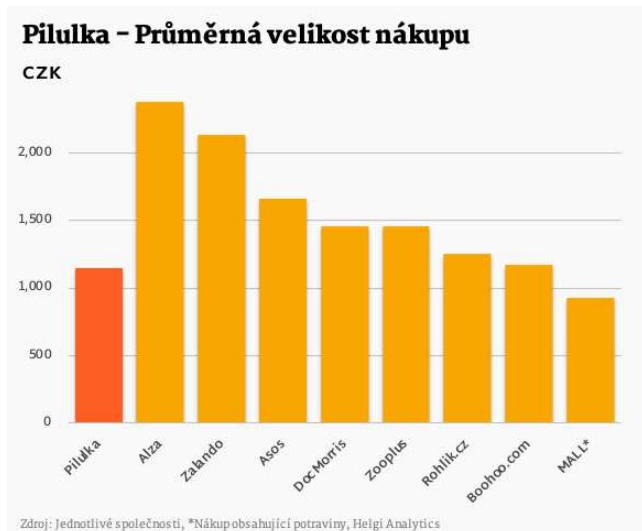
Balíčky online lékáren jsou navíc typicky malé a lehké ve srovnání s většinou retailových online shopů, což znamená relativně nízké skladovací a transportní náklady. To nabízí ohromnou potenciální výhodu a výrazně vyšší ziskovost při rozšíření online distribuce léků na předpis, kde průměrná hodnota léků dosahuje Kč 5,000 (v případě Zur Rose).

Marketing a IT náklady

Pilulku v roce 2019 využilo 425,000 online zákazníků, kteří provedli 765,000 nákupů s průměrným počtem 5.3 položek v košíku. Počet aktivních zákazníků stoupl v loňském roce na 571,000 a v našem modelu předpokládáme, že průměrná velikost online nákupu dosáhla zhruba Kč 1,100 při průměru 2 nákupů zákazníka za rok.

Tato čísla jsou podobná tomu, co reportuje například německý DocMorris (vlastněný Zur Rose), tedy průměrný nákup za EUR 54 opakovaný 2.2 za rok (pokles z EUR 57 a

2.4x oproti roku 2019). Zatímco se průměrná velikost nákupu moc neliší od standardu v retail e-commerce, počet transakcí zákazníků za rok je u Pilulky i klientů Zur Rose nižší než například u zákazníků nakupujících oblečení, či české Alzy:



Pokud by se loajalita klientů Pilulky zvýšila k podobným číslům jako je tomu u zákazníků Zur Rose a Shop Apotheke, kde zhruba 80% nákupů provádějí stávající zákazníci, ziskovost a provozní efektivita Pilulky by se mohla výrazně zvýšit s tím, jak by klesly marketingové a IT náklady.

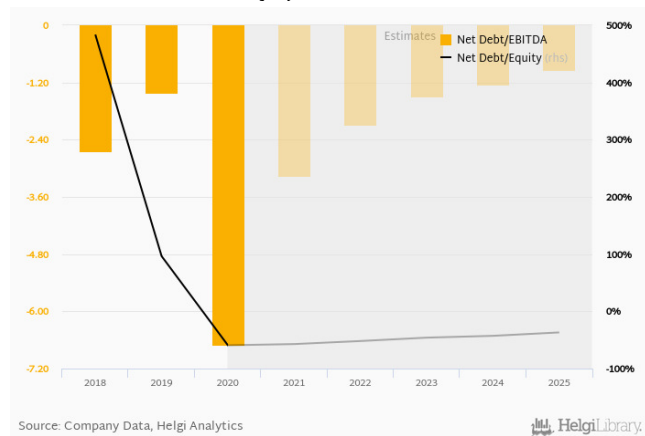
Spolupráce s dodavateli

Vstup na burzu výrazně posílil kapitálovou pozici společnosti a snížil tak závislost na externím financování zejména od dodavatelů. Firma získala úpisem nových akcií celkem Kč 212 mil a na konci roku měla vlastní kapitál ve výši Kč 228 mil (oproti Kč 38 mil na konci 2019), přebytek hotovosti nad dluhy Kč 135 mil (oproti čistému dluhu ve výši Kč 36 mil na konci 2019) a čistý pracovní kapitál ve výši Kč 38 mil (vs. Kč 26 mil v 2019).

Toto výrazné zlepšení likvidity a kapitálové síly vyřešilo jednu ze slabých stránek firmy a dal managementu potřebné nástroje pro další růst:

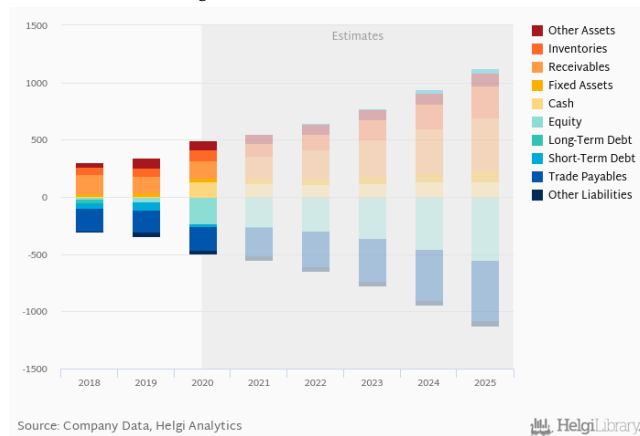
Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Rozvaha

Assets and their Funding (CZK mil)

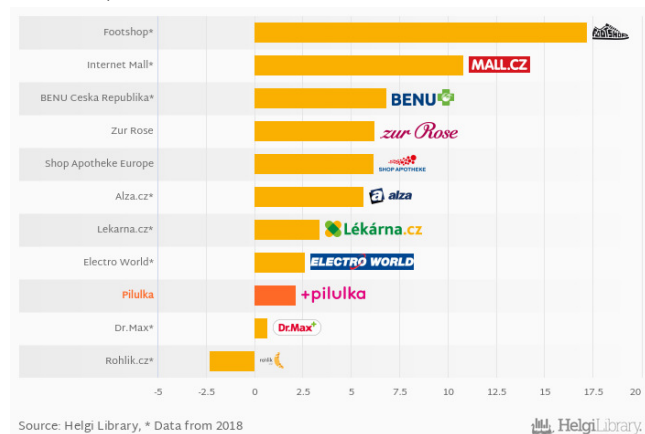


Pokud by se managementu podařilo zlepšit provozní marži EBITDA ke 4.0% ziskovosti v roce 2024, stávající kapitál by firmě vystačil k financování trojnásobného zvýšení tržeb i za předpokladu, že by se obrátka peněz prodloužila o 5 dní, tj. z průměrných 5 dnů v roce 2020 až na 10 dní v roce 2024.

Pilulka by se tak přiblížila standardu financování pracovního kapitálu obvyklému mezi zahraničními a hlavními domácími retailovými online hráči, kteří si zásoby financují sami (s výjimkou rohlíku.cz). Nutno přiznat, že kapitálová síla i objem pracovního kapitálu západoevropských hráčů Zur Rose a Shop Apotheke zůstávají výrazně nad úrovní Pilulky:

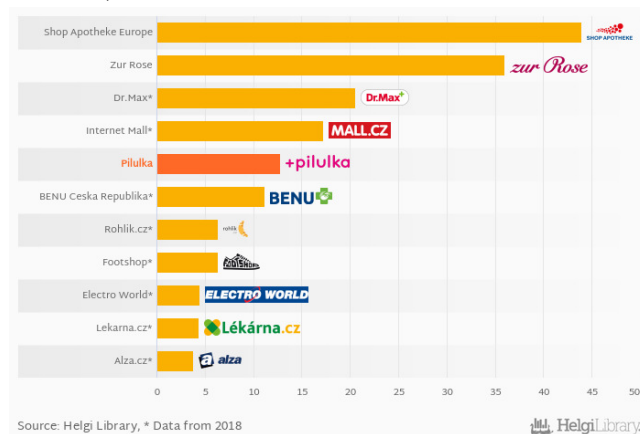
Čistý pracovní kapitál

Jako % tržeb, 2020



Vlastní kapitál

Jako % tržeb, 2020



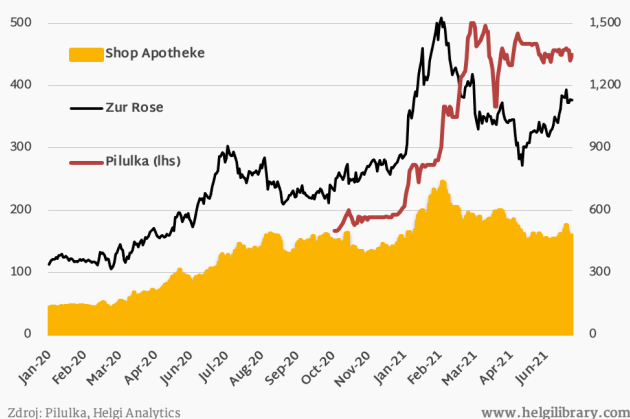
2 Valuace

Pilulka prožívá nejúspěšnější část svého dosavadního života. Cena akcie se od vstupu na burzu na podzim loňského roku téměř ztrojnásobila, výsledky za 2020 předčily očekávání a management výrazně vylepšil očekávání růstu tržeb a celkové ziskovosti.

Pandemie a podzimní lockdown výrazně pomohly vylepšit hospodaření Pilulky, zatímco srovnání s investorsky oblíbenými západoevropskými hráči Zur Rose a Shop Apotheke ještě podtrhuje atraktivní příběh, který Pilulka představuje.

Vývoj ceny akcie - Absolutně

Srovnání s Zur Rose a Shop Apotheke



Nic z toho by se ovšem nestalo, pokud by společnost na rychlé změny nebyla připravena. Pilulka tak představuje sázku na management a to především na bratry Kasovi.

Jakkoliv se nám příběh Pilulky líbí a věříme, že současný trend rychlejšího přechodu spotřebitelů do online segmentu je dlouhodobější a strukturální povahy, stále existuje mnoho rizik, které bez deregulace trhu s léky mohou limitovat dlouhodobou ziskovost firmy.

Rychlost deregulace prodeje léků na předpis proto pro nás zůstává klíčovým faktorem určující budoucí cenu akcie.

Dalším negativním faktorem je samozřejmě celkový nárůst ceny akcií Pilulky a jeho rychlost na začátku roku. Srovnání s Zur Rose či Shop Apotheke teoreticky nabízí férovou cenu přesahující Kč 2,000 na akcii, pokud si vybereme ukazatele jako jsou poměr hodnoty firmy k tržbám, popřípadě srovnání tržní hodnoty firmy na jednoho zákazníka. Detailnější srovnání s e-commerce konkurenty však ukazuje, že Pilulka prozatím zůstává pozadu jak v absolutním srovnání na bázi tržeb a zisku na zákazníka, tak i v relativních ukazatelích ziskovosti a provozní efektivity.

Férovou hodnotu společnosti Pilulka stanovujeme ke konci roku 2021 na Kč 1,250 za akcii, což implikuje tržní kapitalizaci firmy okolo Kč 3,125 mil. I když je naše cílová

cena 7.4% pod současnou úrovní trhu (Kč 1,350), doporučujeme akcie Pilulky držet jako atraktivní doplněk investičního portfolia.

Kromě rychlosti a rozsahu potenciální deregulace trhu s léky na předpis budeme v následujících měsících pečlivě sledovat vývoj business modelu Pilulky například v oblasti digitalizace zdravotnictví (vznik akcelérátoru Pilulka Lab), či telemedicíny (podobně jako Zur Rose a Shop Apotheke).

2.1 Diskontované cash flow

Valuační model diskontovaných volných finančních toků (tzv. discounted free cash flow model) nám naznačuje tržní hodnotu společnosti v širokém rozpětí Kč 863–3,415 na akcii. Je to dáno tím, že 95% hodnoty firmy by mělo být teprve "vytvořeno" po roce 2025 (a stále ještě 85% po roce 2030). Hlavním důvodem je, že firma je a v nejbližších letech stále ještě bude relativně málo zisková a velkou část kapitálu a provozního zisku "se spotřebuje" na další růst/expanzi. Dalším důvodem je, že Pilulka je relativně mladá a rychle rostoucí firma. Její valuační model je tak z definice věci velmi citlivý na parametry, které se použijí pro výpočet cílové hodnoty. ať už se jedná o odhadovanou výši a růst zisku (volných finančních toků), či rizikovou sazbu.

Změna výhledu růstu o 1% pro období po 2035 nám například v našem případě změni hodnotu firmy o téměř Kč 200 mil, neboli o 18%. Díky své citlivosti však můžeme model DCF dobře využít pro modulaci potenciálních změn, abychom viděli změnu hodnoty firmy, když například upravíme strukturu financování, tedy navýšíme dluh oproti pracovnímu kapitálu.

Základní parametry, které vstupují do našeho valuačního modelu jsou následující:

- ✓ Pilulka začne generovat pozitivní volné cash flow od roku 2022. Firma by měla podle našeho modelu vytvořit téměř Kč 60 mil volného kapitálu v roce 2025 a zhruba Kč 180 mil v roce 2030. To předpokládá ambiciózní cíle růstu ve výši 25% ročně v letech 2025–2030. Pro období 2030–2035 předpokládáme snížení tempa růstu na 15% a po roce 2035 operujeme s 4.0% růstu volného cash flow.
- ✓ Průměrný náklad na kapitál (WACC) převyšující 10% až do roku 2035 (a 7.5% poté) jako výsledek poměru 10.0% nákladů na vlastní kapitál (9.0% po roce 2035) a 4.0% pro cizí dluh. Náklady na externí financování jsou však pro náš model irelevantní, protože Pilulka by měla fungovat bez bankovního dluhu
- ✓ Stablní podíl vlastního kapitálu ve výši 100% (tj. extra kapitál vyplácen na dividendách) a optimalizovaný poměr vlastního kapitálu ve výši 75% celku po roce 2035

Valuační model s výše uvedenými parametry naznačuje cílovou cenu za 100% akcií firmy ve výši Kč 3,155 mil, neboli Kč 1,262 na akcii:



DISCOUNTED FREE CASH FLOW MODEL		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
BREAKDOWN OF FREE CASH FLOW																		
SALES	CZK	1,780	2,264	2,924	3,688	4,556	5,521	6,549	7,605	8,684	9,824	11,032	12,241	13,418	14,526	15,528	16,386	
EBIT	CZK	1.1	21.2	47.0	81.3	124.8	179.9	213.0	245.9	278.6	311.6	344.8	373.2	396.3	411.9	417.9	386.2	
- Corporate Tax	CZK	0.0	-3.8	-8.9	-15.4	-23.7	-34.2	-40.5	-46.7	-52.9	-59.2	-65.5	-70.9	-75.3	-78.3	-79.4	-73.4	
+ Depreciation	CZK	19.1	24.7	25.6	28.0	31.9	37.1	43.8	52.2	62.3	74.6	89.4	107.2	128.6	154.3	185.2	222.2	
+/- Change of working capital	CZK	-12.3	-15.6	-21.7	-37.8	-49.0	-61.9	-54.9	-60.2	-65.5	-72.8	-80.8	-61.2	-59.6	-56.1	-50.7	-43.4	
- Capital expenditures	CZK	-27.6	-31.2	-37.4	-45.3	-53.5	-61.5	-71.8	-81.9	-91.3	-99.9	-108.1	-115.8	-122.4	-127.5	-130.7	-132.0	
Free Cash Flow	CZK	-19.8	-4.7	4.6	10.8	30.5	59.5	89.7	109.3	131.2	154.3	179.8	232.4	267.6	304.4	342.2	359.6	8,607
COST OF CAPITAL		%	9.5%	9.9%	10.2%	10.2%	10.4%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%	10.4%	10.5%	10.5%	10.4%	10.3%	10.0%	7.5%
Cost of Equity		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%
Cost of Debt		5.02%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.00%
Equity (as % of total)		90.6%	97.8%	103.1%	102.9%	107.1%	107.1%	108.0%	108.6%	108.8%	108.4%	107.4%	107.9%	107.6%	106.5%	104.4%	100.2%	75.0%
Growth rate		...	-76.2%	-197.7%	133.8%	182.8%	95.2%	50.8%	21.8%	20.0%	17.7%	16.5%	29.2%	15.1%	13.8%	12.4%	5.1%	4.00%
Cumulative discount factor			100.0%	90.8%	82.4%	74.6%	67.6%	61.1%	55.3%	50.1%	45.3%	41.0%	37.1%	33.6%	30.4%	27.6%	25.1%	25.1%
Discounted free cash flow	CZK		-5	4	9	23	40	55	60	66	70	74	86	90	93	94	90	2,160
Cumulative discounted free cash flow	CZK		-5	-1	8	31	71	126	187	252	322	396	482	572	665	759	850	3,010
ENTERPRISE VALUE (2021)	CZK		3,010															
Net Debt (2021)	CZK		-145															
100% share in Company	CZK		3,155															
Value per Share	CZK		1,262															

Source: Company, Helgi Analytics

Jak už jsme zmínili výše, DCF valuační model bývá velmi citlivý na použité vstupy a dřábel se skrývá v detailu. To platí dvojnásob u mladých a růstových firem, jako je Pilulka, kde změna jednoho vstupního parametru může výrazně změnit výslednou hodnotu.

Každé zvýšení růstu volného cash flow po roce 2035 o 1.0 procentní bod (tj. ze 4.0% na 5.0% ročního růstu) nám například zvýší teoretickou hodnotu firmy o více než Kč 800 mil, neboli o 27%. Podobně je to i u parametru nákladů na kapitál, kde každý procentní bod mění hodnotu firmy o více než 18%:

ANALÝZA CITLIVOSTI						
RŮST PO ROCE 2035 / NÁKLADY NA KAPITÁL	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%
2.5%	1,154	1,070	1,003	949	902	863
3.0%	1,262	1,155	1,070	1,004	948	902
3.5%	1,405	1,263	1,154	1,072	1,003	948
4.0%	1,607	1,407	1,262	1,156	1,070	1,003
4.5%	1,908	1,609	1,406	1,265	1,155	1,070
5.0%	2,411	1,912	1,608	1,410	1,263	1,154
5.5%	3,415	2,418	1,910	1,614	1,407	1,262

Zdroj: Pilulka, Helgi Analytics

Citlivost modelu můžeme ale využít i jinak, například pro potenciální změnu parametrů, aby férová hodnota Pilulky dosáhla například Kč 2,000 na akcii. V našem případě se dostaneme k "požadované" cílové ceně úpravou těchto vybraných ukazatelů:

- ✓ Růst tržeb do roku 2030 by musel dosáhnout 26% oproti našim stávajícím očekávání ve výši 20%
- ✓ EBITDA marže by musela v roce 2030 být 5.0% (3.94% v současném modelu)
- ✓ Náklady na vlastní kapitál by musely klesnout na 8.5% (oproti 10.0%)

Modelovat scénáře můžeme ovšem i na opačnou stranu. Model proto indikuje férovou cenu akcie Pilulky na úrovni Kč 914 na akcii pokud růst tržeb 2030 bude "jen" 15%, EBITDA marže zůstane pod 3% či náklady na kapitál vzrostou na 11%.

2.2 Komparativní valuace (Zur Rose, Shop Apotheke a Farmae)

Srovnání Pilulky s obdobnými firmami na trhu je obtížné. Většina online-lékáren jsou buď součástí větších retailových řetězců (Boots, CVS Health, ICA Gruppen), daleko větších online tržišť (např. Pillpack u Amazonu) nebo jsou to relativně malé a mladé firmy bez detailní finanční historie.

Nejvhodnější kandidáti pro naše účely se tedy jeví nejznámější a největší online evropští hráči, kteří se navíc obchodují na burze, tedy švýcarská Zur Rose, německá (ale v Holandsku registrovaná) Shop Apotheke Europe a italská Farmae:

Zur Rose

Zur Rose je největší evropská online lékárna a jeden z největších distributorů léků ve Švýcarsku. Kromě velkoobchodní distribuce léků nemocnicím či zdravotním pojišťovnám nabízí společnost prodej léků na předpis i volně prodejných léků více než 10 mil spotřebitelům skrze síť svých online lékáren. Portfolio výrobků však obsahuje také doplňky stravy, produkty péče o krásu, sportovní výživu nebo potřeby pro děti.

Zur Rose působí ve Švýcarsku, Německu (známá díky silnému brandu DocMorris), Holandsku, nebo například ve Španělsku či Francii a zaměstnává více než 1,800 lidí:

VÝSLEDOVKA		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
TRŽBY	CHF mil	1,356	1,477	1,810	2,590	3,457	4,718
EBITDA	CHF mil	-13.8	-78.4	-42.7	-0.2	83.6	319.7
EBIT	CHF mil	-45.7	-117.6	-100.1	-61.5	16.9	139.2
FINANČNÍ NÁKLADY	CHF mil	5.9	15.8	6.7	91.0	6.1	-60.7
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	CHF mil	-50.1	-133.2	-106.8	-152.6	10.8	199.9
ČISTÝ ZISK	CHF mil	-52.4	-135.6	-106.8	-80.4	19.0	186.9
UKAZATELE		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
ROE	%	-12.3%	-28.9%	-22.3%	-20.9%	5.4%	40.9%
ROCE	%	-9.9%	-18.1%	...	...	...	...
EBITDA MARŽE	%	-1.0%	-5.3%	-2.4%	0.0%	2.4%	6.8%
EBIT MARŽE	%	-3.4%	-8.0%	-5.5%	-2.4%	0.5%	2.9%
ČISTÁ MARŽE	%	-3.9%	-9.2%	-5.9%	-3.1%	0.5%	4.0%
ČISTÝ DLUH / EBITDA		-16.8	-3.4	-8.7	-3172.4	6.4	1.3
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	57.4%	50.7%	87.3%	138.1%	147.8%	76.3%
NÁKLADY NA DLUH	%	2.0%	3.1%	1.1%	12.7%	0.8%	-9.4%

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *Ukazatele vypočteny na ceně CHF 377 za akcii pro 2021-2024, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTIVA	CHF mil	991.7	1,278.5	1,470.3	1,690.8	1,944.4	2,236.1
FIXNÍ AKTIVA	CHF mil	77.1	96.6	...	...	...	...
OBĚŽNÁ AKTIVA	CHF mil	428.1	539.3	620.2	713.2	820.2	943.2
PRACOVNÍ KAPITÁL	CHF mil	105.2	92.2	...	...	...	...
VLASTNÍ JMĚNÍ	CHF mil	405.5	531.7	425.0	344.5	363.5	550.4
ČISTÝ DLUH	CHF mil	232.7	269.6	371.0	475.9	537.3	420.0
VALUACE*		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	961	3,060	4,334	4,334	4,334	4,334
ENTERPRICE VALUE	USD mil	1,202	3,365	4,739	4,853	4,921	4,792
POČET AKCIÍ	mil	8.7	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
CENA AKCIE	CHF	107.0	288.5	377.0	377.0	377.0	377.0
EV/EBITDA		-84.8	-39.8	-99.8	-29,628.6	53.9	13.7
EV/SALES		0.9	2.1	2.4	1.7	1.3	0.9
P/E		-17.7	-19.3	-37.2	-49.3	209.4	21.2
P/BV		2.3	5.7	9.3	11.5	10.9	7.2

Shop Apotheke

Shop Apotheke Europe je v Holandsku registrovaná ale převážně německá společnost, která se zabývá distribucí farmaceutických výrobků spotřebitelům online. Společnost nabízí prodej volně prodejných léků (OTC) ale také produkty péče o krásu, výrobky zdravého životního stylu apod. Shop Apotheke provozuje online lékárny v osmi evropských zemích jako jsou například Německo, Belgie, Španělsko, Itálie, Francie, Rakousko nebo Holandsko:

VÝSLEDOVKA		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
TRŽBY	EUR mil	701.0	968.1	1,184.6	1,545.7	1,977.9	2,239.0
EBITDA	EUR mil	-18.6	15.2	29.3	54.8	86.6	135.0
EBIT	EUR mil	-33.4	-0.9	4.9	26.9	57.4	123.5
FINANČNÍ NÁKLADY	EUR mil	10.2	10.4	6.3	4.5	8.5	27.5
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	EUR mil	-42.2	-15.9	-1.4	22.4	48.9	96.0
ČISTÝ ZISK	EUR mil	-36.3	-16.8	-2.4	15.4	38.5	75.2

UKAZATELE		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
ROE	%	-16.2%	-5.1%	-0.6%	3.6%	8.4%	14.6%
ROCE	%	-13.9%	-5.5%	...	...	...	...
EBITDA MARŽE	%	-2.7%	1.6%	2.5%	3.5%	4.4%	6.0%
EBIT MARŽE	%	-4.8%	-0.1%	0.4%	1.7%	2.9%	5.5%
ČISTÁ MARŽE	%	-5.2%	-1.7%	-0.2%	1.0%	1.9%	3.4%
ČISTÝ DLUH / EBITDA		-1.9	-5.9	-0.6	-0.2	-0.2	-0.7
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	15.5%	-21.2%	-3.9%	-2.8%	-4.5%	-16.1%
NÁKLADY NA DLUH	%	...	...	...	...	...	...

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *Ukazatele vypočteny na ceně EUR 160 za akcii pro 2021-2024, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTIVA	EUR mil	428.0	536.9	617.4	710.1	816.6	939.1
FIXNÍ AKTIVA	EUR mil	13.2	74.5	...	...	...	...
OBĚŽNÁ AKTIVA	EUR mil	210.8	254.1	292.2	336.0	386.4	444.4
PRACOVNÍ KAPITÁL	EUR mil	52.0	59.9	...	...	...	...
VLASTNÍ JMĚNÍ	EUR mil	232.8	425.1	422.7	438.2	476.6	551.8
ČISTÝ DLUH	EUR mil	36.0	-90.0	-16.4	-12.2	-21.5	-89.0

VALUACE*		2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	638	2,605	2,702	2,702	2,702	2,702
ENTERPRICE VALUE	USD mil	678	2,495	2,683	2,688	2,677	2,598
POČET AKCIÍ	EUR	13.1	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
CENA AKCIE		43.5	158.0	160.2	160.2	160.2	160.2
EV/EBITDA		-32.2	140.3	76.4	41.8	26.4	16.4
EV/SALES		0.9	2.2	1.9	1.5	1.2	1.0
P/E		-15.6	-135.0	-949.7	149.1	59.9	30.6
P/BV		2.4	5.3	5.4	5.3	4.8	4.2

Farmae

Farmae SpA je italská online retailová firma distribuující výrobky v oblasti zdravotnictví a wellnes. Podobně jako Zur Rose a Shop Apotheke nabízí Farmae prodej například volně prodejných léků (OTC), ortopedické produkty, homeopatika, zdravotní nástroje, výrobky pro matku a dítě, bylinky, dietní produkty nebo například výrobky pro domácí mazlíčky.

VÝSLEDOVKA		2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
TRŽBY	EUR mil	24.8	37.4	65.4	90.2	127.0	162.0
EBITDA	EUR mil	0.6	1.8	1.0	3.2	4.9	5.8
EBIT	EUR mil	0.5	0.8	0.8	2.7	3.4	3.8
FINANČNÍ NÁKLADY	EUR mil	...	...	...	...	...	...
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	EUR mil	0.4	0.0	-0.3	2.7	3.4	3.8
ČISTÝ ZISK	EUR mil	0.3	-0.1	-0.5	2.4	2.7	2.9

UKAZATELE		2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
ROE	%	25.7%	-0.9%	-4.6%	18.7%	17.5%	15.5%
ROCE	%	16.4%	-1.2%	-7.6%	...	...	...
EBITDA MARŽE	%	2.5%	4.8%	1.5%	3.5%	3.9%	3.6%
EBIT MARŽE	%	1.9%	2.2%	1.2%	3.0%	2.7%	2.3%
ČISTÁ MARŽE	%	1.1%	-0.2%	-0.8%	2.7%	2.1%	1.8%
ČISTÝ DLUH / EBITDA		2.0	-1.4	-3.5	-0.9	-0.6	-0.3
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	53.8%	-20.3%	-28.6%	-19.7%	-16.5%	-9.1%
NÁKLADY NA DLUH	%	...	...	...	...	...	...

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *Ukazatele vypočteny na ceně EUR 34 za akcii pro 2021-2023, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2019	2020	2021P	2022P	2023P
AKTIVA	EUR mil	28.7	43.1	49.5	57.0	65.5
FIXNÍ AKTIVA	EUR mil	1.0	2.0	...	...	...
OBĚŽNÁ AKTIVA	EUR mil	21.5	33.2	...	...	...
PRACOVNÍ KAPITÁL	EUR mil	0.4	-3.0	...	...	...
VLASTNÍ JMĚNÍ	EUR mil	12.2	11.8	14.2	16.9	19.8
ČISTÝ DLUH	EUR mil	-2.5	-3.4	-2.8	-2.8	-1.8

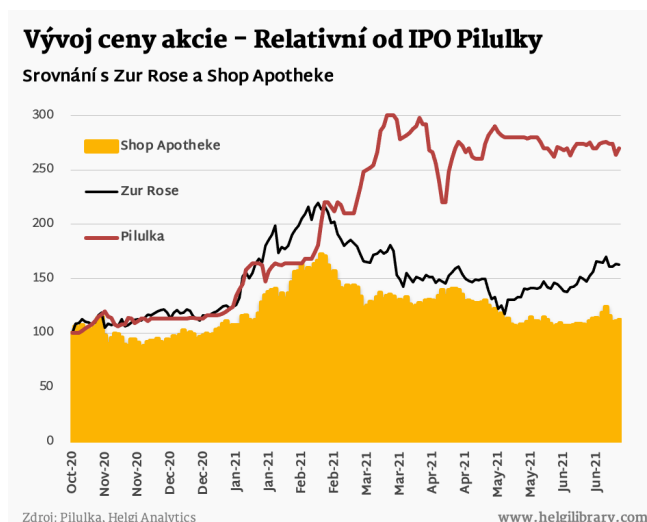
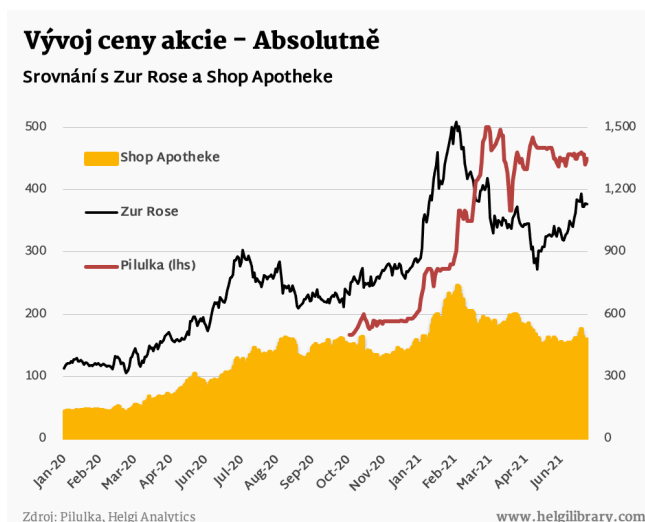
VALUACE*		2019	2020	2021P	2022P	2023P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	55	104	227	227	227
ENTERPRICE VALUE	USD mil	52	100	224	224	225
POČET AKCIÍ	EUR	5.70	5.70	5.70	5.70	5.70
CENA AKCIE		8.6	14.9	34.0	34.0	34.0
EV/EBITDA		25.8	89.5	58.5	39.0	33.1
EV/SALES		1.2	1.3	2.1	1.5	1.2
P/E		-763.8	-154.9	79.8	71.3	68.0
P/BV		4.0	7.2	13.6	11.5	9.8

Zatímco klasické retailové společnosti se obchodují se zhruba 8x násobkem provozního zisku EBITDA nebo na 13x násobku čistého zisku očekávaného v roce 2021, čisté online lékárny vykazují hluboké ztráty odpovídající dvouciferným hodnotám na úrovni rentability vlastního a celkového kapitálu (ROE a ROCE).

Business model Pilulky a její dynamický růst a prozatimní ztrátovost tedy jednoznačně ukazují na srovnání s online lékárnami. Je to zároveň porovnání velmi lákavé a podle našeho názoru i jedním z důvodů rychlého zhodnocení akcií Pilulky po vstupu na burzu.

Cena akcie Pilulky se od svého vstupu na burzu téměř ztrojnásobila, což odpovídá vývoji cen akcií Zur Rose a Shop Apotheke během roku 2020. Jejich rychlý růst silně koreluje s nástupem pandemie v březnu a obavám z ní plynoucí.

Na rozdíl od svých západoevropských konkurentů si však akcie Pilulky připsaly 90% zhodnocení až během roku 2021:



Jak už jsme ale upozorňovali v předchozím reportu, zásadním argumentem proti rychlému přebírání vysokých valuačních násobků na bázi násobku tržeb je rozdíl ve velikosti a míře deregulace evropského a českého trhu s léky:

- ✓ Na rozdíl od Pilulky jsou online tržby Zur Rose a Shop Apotheke tvořeny jak z OTC léků, tak i léků na předpis. To jim umožňuje rychleji kanibalizovat on-line segment a dosahovat rychlejšího a ziskovějšího růstu ve srovnání s Pilulkou.
- ✓ Obě západoevropské firmy se také snaží agresivně konsolidovat evropský trh, ať už organicky či pomocí akvizic, aby si vytvořily co největší klientskou bázi a potenciální úspory z rozsahu. Obě firmy operují v téměř desítkách evropských zemích a vybudovaly základnu s více než 10 a 6 milióny zákazníků.

Dokud se nezmění středoevropská legislativa, západoevropští lídři tak mohou svým akcionářům ve srovnání s Pilulkou nabídnout v následujících letech potenciálně mnohem vyšší růst a ziskovost v oblasti prodeje léků na předpis.

Rozdíly jsou patrné nejen ve struktuře růstu (léky na předpis představují už čtvrtinu celkových tržeb Shop Apotheke v DACH regionu), ale i ve vyšší očekávané ziskovosti západoevropských firem (střednědobé cíle pro EBITDA marži na úrovni 6-8%) ve srovnání s cíly Pilulky (managementem očekávaná EBITDA marže ve výši 4.0% v roce 2024).

Prodej online léků na předpis zároveň přináší firmám zvýšenou loajalitu klientů a tím i nižší marketingové náklady (podíl opakovaných nákupů u Zur Rose a Shop Apotheke se pohybuje okolo 80%) a další možnosti expanze do komplementárních oblastí, například do telemedicíny, na kterou se obě firmy zaměřují. Prodej léků na předpis zároveň přináší zajímavé úspory z rozsahu, neboť průměrná hodnota nákupu obsahující léky na předpis je u Zur Rose až 4x vyšší, při zachování logistických nákladů. To vše bohužel nebude moci Pilulka svým zákazníkům ani akcionářům následujících pár let nabídnout...

2.3 Komparativní valuace (e-commerce)

Pokud rozšíříme náš záběr na více e-commerce odvětví než jen online lékárny, například prodej módního oblečení, dostaneme podobný výsledek. E-commerce firmy se obchodují s velkou premií nad tradičními společnostmi, často za dříve jen těžko představitelné násobky jako jsou například dvojnásob tržeb (EV/Sales), nebo 10-násobek vlastního jmění (PBV):

COMPANY	COUNTRY	Mkt Cap	EV / SALES			EV / EBITDA			PER			PBV		
		USD mil	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
ZALANDO	Germany	31,427	2.5	2.1	1.7	36.9	31.4	24.8	110.3	91.4	67.0	11.2	10.0	8.7
BOOHOO	UK	5,935	1.9	1.3	1.0	22.9	13.4	10.3	43.5	26.1	20.6	6.5	5.2	4.1
ASOS	UK	6,315	1.1	1.0	0.8	12.3	11.4	9.2	34.5	29.2	24.4	4.5	3.9	3.4
BOOZT	Sweden	1,276	1.8	1.6	1.3	20.2	16.8	13.9	43.8	33.8	27.4	5.2	4.5	3.9
ZOOPLUS	Germany	2,284	0.9	0.8	0.7	26.5	21.4	17.6	81.1	58.3	44.8	13.2	10.7	8.7
ZUR ROSE	Switzerland	4,334	2.4	1.7	1.3	-99.8	n.m.	53.9	-37.2	-49.3	209.4	9.3	11.5	10.9
SHOP APOTHEKE	Germany	2,702	1.9	1.5	1.2	76.4	41.8	26.4	n.m.	149.1	59.9	5.4	5.3	4.8
FARMAE	Italy	227	2.1	1.5	1.2	58.5	39.0	33.1	79.8	71.3	68.0	13.6	11.5	9.8
PILULKA	Czechia	158	1.5	1.1	0.9	72.4	45.7	30.2	206.4	89.1	51.2	13.3	11.6	9.4

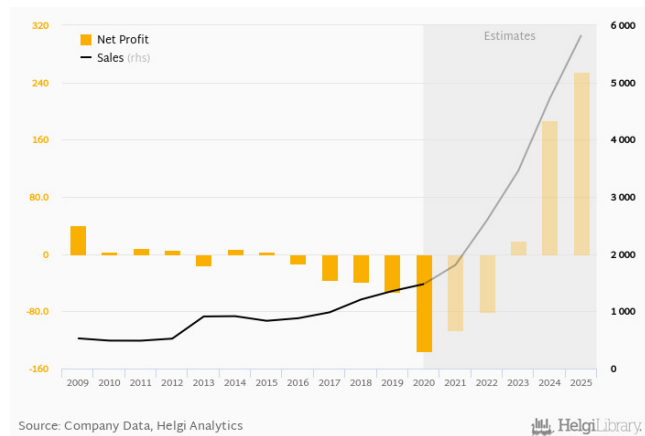
COMPANY	COUNTRY	Mkt Cap	EBITDA MARGIN			NET MARGIN			NET DEBT / EBITDA			ROE		
		USD mil	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
ZALANDO	Germany	31,427	6.7%	6.6%	7.1%	2.4%	2.4%	2.7%	-1.5	-1.3	-1.1	10.7%	11.5%	13.9%
BOOHOO	UK	5,935	8.5%	9.6%	9.9%	4.9%	5.4%	5.7%	-1.3	-1.3	-1.4	20.4%	22.1%	22.4%
ASOS	UK	6,315	8.9%	8.7%	8.8%	3.4%	3.7%	4.0%	-0.6	-1.0	-1.7	14.1%	14.4%	14.9%
BOOZT	Sweden	1,276	8.9%	9.3%	9.6%	4.7%	5.2%	5.6%	-2.1	-2.0	-2.1	12.7%	14.4%	15.2%
ZOOPLUS	Germany	2,284	3.4%	3.6%	3.8%	1.1%	1.4%	1.6%	-0.6	-0.8	-0.9	17.7%	20.3%	21.4%
ZUR ROSE	Switzerland	4,334	-2.4%	0.0%	2.4%	-5.9%	-3.1%	0.5%	-8.7	n.m.	6.4	-22.3%	-20.9%	5.4%
SHOP APOTHEKE	Germany	2,702	2.5%	3.5%	4.4%	-0.2%	1.0%	1.9%	-0.6	-0.2	-0.2	-0.6%	3.6%	8.4%
FARMAE	Italy	227	3.5%	3.9%	3.6%	2.7%	2.1%	1.8%	-0.9	-0.6	-0.3	18.7%	17.5%	15.5%
PILULKA	Czechia	158	2.0%	2.5%	3.0%	0.7%	1.3%	1.8%	-3.2	-2.1	-1.5	6.7%	13.9%	20.3%

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics

Podobně jako je tomu například u Zur Rose a Shop Apotheke, investoři věří, že dynamický růst tržeb těchto firem bude v následujících letech pokračovat, což dříve či později přinese zajímavé úspory z rozsahu a dramatický nárůst ziskovosti. Když se podíváme například na výhled zisku Zur Rose v roce 2025, analytici očekávají čistý zisk ve výši EUR 255 mil. To je za jeden rok více než souhrn kumulovaných ztrát firmy vykázaných během roků 2009–2020 (EUR 222 mil. Podobný obrázek můžeme vidět u většiny firem z výše prezentované tabulky (viz. strana 34):

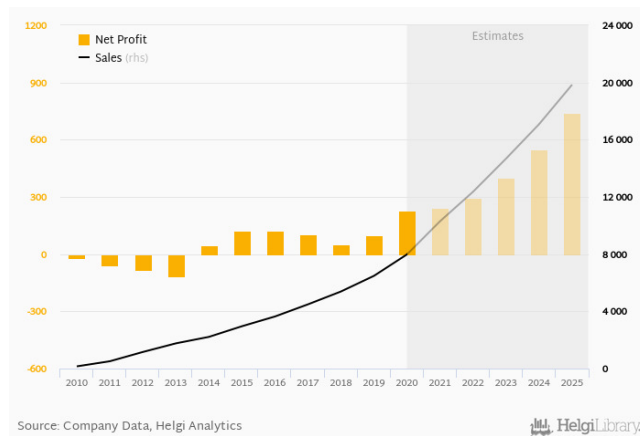
Zur Rose – Profits & Sales

Net Profit & Sales (CHF mil)



Zalando – Profits & Sales

Net Profit & Sales (EUR mil)



Pro zajímavost ale nabízíme potenciální valuaci Pilulky na bázi ukazatelů, kde se v současné době obchodují akcie Zur Rose a Shop Apotheke. Trh si například cení akcií Zur Rose na USD 4.33 mld, což znamená hodnotu jednoho aktivního zákazníka firmy převyšující USD 400 (to je 30% nárůst oproti konci roku 2020). Pokud bychom aplikovali tuto hodnotu na počet aktivních zákazníků Pilulky (0.57 mil), dostaneme teoretickou hodnotu Pilulky zhruba Kč 5.0 mld, neboli Kč 2,010 na akcii. Podobně vysokou cenovku dostaneme pokud použijeme násobek EV/Sales, tedy dvojnásobek tržeb (Kč 5.4 mld, neboli Kč 2,160 na akcii). K velmi podobným číslům se dopočítáme, pokud podobné cvičení aplikujeme na současné ocenění Shop Apotheke (Kč 2,080 a Kč 1,780 na akcii, respektive):

COMPANY	COUNTRY	Mkt Cap USD mil	NUMBER OF CLIENTS			MKT VALUE PER CLIENT			SALES PER CLIENT			EBITDA PER CLIENT		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
ZALANDO	Germany	31,427	...	26.40	38.70	...	486	735	...	278	241	...	15.5	17.6
BOOHOO	UK	5,935	5.26	4.71	3.75	368	247	310	128	133	155	10.8	12.5	14.1
ASOS	UK	6,315	...	21.30	23.40	...	114	280	...	174	198	...	8.4	17.9
BOOZT	Sweden	1,276	...	1.61	2.04	...	202	713	...	234	245	...	13.5	20.6
ZOOPLUS	Germany	2,284	...	4.40	5.08	...	156	292	n.a.	393	415	...	3.0	14.6
ZUR ROSE	Switzerland	4,334	6.00	7.08	10.50	126	136	291	205	196	152	-2.4	-2.0	-8.1
SHOP APOTHEKE	Germany	2,702	3.50	4.70	6.30	148	136	414	181	169	180	-5.2	-4.5	2.8
FARMAE	Italy	227	0.23	0.33	0.55	...	167	190	127	129	139	3.1	6.2	2.0
PILULKA	Czechia	158	0.24	0.43	0.57	n.a.	n.a.	120	198	129	142	-5.5	-2.7	1.6

Zdroj: Bloomberg, Jednotlivé společnosti, Helgi Analytics

Jak je vidět ze z obou tabulek, Pilulka zůstává prozatím pozadu jak v absolutním srovnání na bázi tržeb a zisku na zákazníka, tak i v relativním ukazatelích ziskovosti a efektivity. To je podle nás hlavním důvodem, proč nemůžeme napřímo použít násobky tržeb či tržní hodnoty na zákazníka od západoevropských konkurentů a proč by se akcie Pilulka měly obchodovat s určitým diskontem.

3 Apendix

3.1 Profil společnosti

Historie

Společnost Pilulka byla založena v roce 2013 bratry Petrem a Martinem Kasou. Ti tak navázali na svůj dřívější projekt e-shop kasa.cz, který při prodeji v roce 2009 dosahoval obrátu Kč 2 mld.

Pilulka je v současnosti jedním ze tří největších lékárenských řetězců v Česku s celkovým počtem 30 vlastních a 120 franchízových poboček v jehož rámci mají nezávislí provozovatelé lékáren možnost působit pod značkou Pilulka. Společnost zajišťuje partnerským lékárnám obchodní podmínky a jednotnou marketingovou komunikaci.

Pilulka se zároveň stala největší online-lékárnou v České a Slovenské republice s celkovými online tržbami ve výši Kč 616 mil v Česku a Kč 250 mil na Slovensku v roce 2019. Na konci roku 2018 firma zároveň vstoupila na rumunský trh a během roku 2020 vykoupila minoritní podíl od svého lokálního partnera. V dlouhodobém plánu firmy byla i expanze do Maďarska, která se ale vinou pandemie zatím odložila.

Management předpokládal při vstupu společnosti na pražský trh START na podzim roku 2020 nárůst tržeb z Kč 1,3 mld v roce 2019 až na úroveň okolo Kč 4,3 mld v roce 2024. Při prezentaci výsledků za 2020 a prvního čtvrtletí 2021 byl tento výhled tržeb vylepšen na Kč 4,96 mld v roce 2024.



Lékárenský business je obecně vysoce regulovaný s vysokými bariérami vstupu. Pro prodej léků v offline i online segmentu je vyžadována licence od státního kontrolního úřadu. Prodej léků na předpis je charakterizován relativně vyššími maržemi ve srovnání s prodejem volně prodejných léků (OTC) a výživových doplňků. Ve všech zemích střední a východní Evropy není prodej léků na předpis možný zatím online, proto se online segment vyznačuje výrazně nižšími maržemi než je tomu v klasických kamenných lékárnách.

Prodejci volně prodejných léků se zároveň ale těší vyšší než obvyklé retenci zákazníka ve srovnání s jinými online retailovými prodejci. V případě Zur Rose a Shop Apotheke, což jsou vzorové business modely Pilulky, tvoří opakované nákupy stávajících zákazníků zhruba 80% celkových tržeb.

Pilulka vlastní licence a potřebné certifikáty k prodeji léčiv a provozování lékáren ve všech třech zemích, ve kterých je v současnosti aktivní. Dále také drží licence na distribuci výživových přípravků a BIO a ECO produktů.

Pilulka je holdingovou společností držící 100% podíly ve slovenských entitách Pilulka.sk, a.s. a Top Farma, s.r.o., a v rumunské společnosti S.C. Pilulka Online S.R.L. (oproti 70% podílu vlastněném během 2020).

Skupina Pilulka zaměstnávala na konci roku 2020 více než 285 lidí z čehož zhruba 100 pracovníků jsou lékárníci a zdravotníci. Firmu založili Petr a Martin Kasovi, kteří i po navýšení kapitálu firmy v rámci procesu IPO drží ve firmě největší podíl.

Velikost a struktura trhu/ů

V Česku působí více než 2,500 kamenných lékáren a 250 odloučených oddělení výdeje léčiv. Zákazníci mohou využít nákupu vyhrazených léčiv také u více než 2,400 dalších prodejců jako jsou trafiky, benzínky, drogerie apod..

Velikost českého trhu s léky se pohybuje okolo Kč 80–90 mld ročně, z čehož více než polovina je tvořena prodejem léků na předpis. Češi patří v Evropě k relativně velkým konzumentům léků, proto celkový objem maloobchodních tržeb léků a zdravotnických potřeb roste v poslední dekádě relativně málo (v průměru o zhruba 3% ročně od roku 2010), nicméně v posledních 2–3 letech se dynamika růstu zrychlila na 5–9%.

Objem přímých plateb domácností za léky (ať už na předpis či volně prodejné) ale poslední dekádu stagnuje okolo Kč 17 mld za rok a podíl na celkových tržbách tak klesl z 23.4% v roce 2011 na 20% v roce 2018:

Lídrem českého trhu jsou lékárny Dr. Max s více než 460 lékárnami, následuje Benu (174 lékáren) a Pilulka se 32 vlastními a 120 franchízovými pobočkami.

Na jednu stranu trh zůstává relativně fragmentován (10 největších hráčů vlastní přímo jen 31% poboček a více než 70% trhu je provozováno poskytovatelem vlastním jen 1 lékárnou), na druhou stranu se malí hráči čím dál více sdružují s cílem sdílet náklady, nabídnout další služby či prodávat online. Podle průzkumu asociace provozovatelů

lékárenských sítí je již 80% všech veřejných lékáren součástí větší skupiny, mnohdy spojené i s distribuční firmou.

Podobná situace je i na Slovensku, kde drtivá většina lékáren spadá pod nějakou více či méně formálně spolupracující alianci:

Kromě pokračující konsolidace patří mezi nejvýraznější trendy na trhu dynamicky rostoucí online segment, rozšiřující se prodej léků mimo lékárny a zároveň rostoucí sortiment lékáren. Na úrovni státu je to potom snaha omezit vývoz léků s regulovanou cenou.

3.2 Vize a Strategie

Pilulka se snaží být „disruptorem“ na trhu zdravotní péče, e-health, celkové péče o zdraví, prevence, aktivního života a trhu s volně prodejnými léky (a později i s léky na předpis), to znamená najít novou cestu jejich distribuce konečnému zákazníkovi.

Management firmy předpokládá, že trh bude v příštích letech ovlivněn následujícími trendy:

- ✓ Individualizace zdravotní péče povede k méně častějším návštěvám lékáren
- ✓ Proces digitalizace změní jak chování pacientů, tak i doktorů
- ✓ Rostoucí podíl distribuce léků online
- ✓ Lékárenský trh ve střední Evropě je relativně fragmentovaný, takže konsolidace bude pravděpodobně pokračovat
- ✓ Výdaje na zdravotní péči se budou dále zvyšovat, jak bude evropská populace stárnout

Pilulka sleduje vícekanálovou strategii distribuce (omnichannel approach), ve které se snaží kombinovat e-commerce s tradiční sítí kamenných lékáren. Zákazníci by nicméně měli v následujících letech čím dál více preferovat online distribuci.

Management Pilulky má velmi ambiciózní cíle růstu, do kterých již firma investovala desítky milionů korun v podobě IT a marketingových výdajů. Dokud však nedojde k liberalizaci trhu s regulovanými léky na domácím českém trhu, musí Pilulka hledat zdroje růstu mimo svůj tradiční offline business (více níže) a v zahraniční expanzi.

Online Segment

I přes síť kamenných lékáren je Pilulka na trhu primárně vnímána už jako e-commerce firma. V roce 2019 na Pilulce nakoupilo více než 0.4 mil registrovaných online zákazníků, v roce 2020 by se pak měl tento počet zvýšit na 571 tisíc. Pilulka má v databázi již celkem 2 mil. zákazníků. Typickým zákazníkem firmy je mladší žena (70%), více než 50% zákazníků objednává skrze mobilní prohlížeč, či speciální mobilní aplikaci a standardní objednávka obsahuje volně prodejné léky, kojenecké potřeby, či výrobky zdravého životního stylu.

Společnost využívá vlastních skladů a skladů dodavatelů. Má vlastní retailovou dopravu (v Praze, Hradci Králové, Pardubicích a Bratislavě), která je schopna dodat zboží zákazníkovi ještě během dne, v případě potřeby během 60 minut. Dnes tato služba tvoří až čtvrtinu dodávek léků a zboží.

V českém online sortimentu bylo v polovině roku 2020 zhruba 35,000 položek z široké palety produktů jako jsou například volně prodejné léky (OTC), výživové a sportovní doplňky, strava a doplňky pro děti apod (ve srovnání s 25,000 položkami na Slovensku a 20,000 v Rumunsku).

Pilulka využívá vlastní IT řešení (např. 20-členný tým, který má na starosti jen vývoj a provoz vlastního IS/IT a mobilních aplikací), které je v případě potřeby škálovatelné a replikovatelné na nové trhy. Mělo by tak umožnit nárůst objemu businessu a tržeb, což by se mělo odrazit v úsporách z rozsahu a nárůstu ziskovosti v následujících letech.

Offline Segment

Pilulka je v současnosti jedním ze tří největších lékárenských řetězců v Česku s celkovým počtem 30 vlastních 120 franchízových poboček. Onlinový segment se během času přeměnil v komplementární business onlinové strategie, která se stala dominantní v rámci skupiny. Lékárny v Česku jsou využívány například jako distribuční kanál pro online zákazníky, ovšem kromě domácího trhu už management neplánuje otvírat žádné nové pobočky.

Franchízoví partneři neplatí Pilulce žádné poplatky, spolupráce je založena na oboustranné výhodnosti s tím, že obě strany spolupracují na vyjednávání dodávek, marketingu, tendrech na externí služby a produkt cross-sellingu.

V roce 2019 vygeneroval off-line segment sice ještě 31% celkových tržeb (respektive 43% se započtením příjmů z franchisingu), ale budoucnost by měl patřit online segmentu, který by měl podle finančního plánu firmy tvořit za pět let již 85% celkových výnosů skupiny.

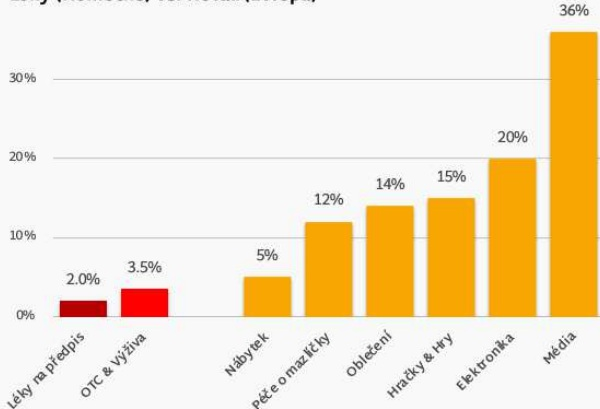
3.3 Liberalizace trhu s léky (Příklad Zur Rose a Shop Apotheke)

Potenciální liberalizace prodeje léků na předpis představuje pomyslnou třešničku na dortu v celkovém příběhu Pilulky. Zatímco střeoevropský trh zůstává online prodejům zatím zapovězen, několik zemí v západní části Evropy, například Německo, Švýcarsko či Holandsko pomalu prodeje léků na předpis online postupně uvolňují.

V Německu byl například v srpnu 2019 schválen zákon umožňující prodej léků na předpis online. Od roku 2022 pak musí být léky na předpis nabídnuty online povinně:

Podíl online nákupů v retailu v Evropě

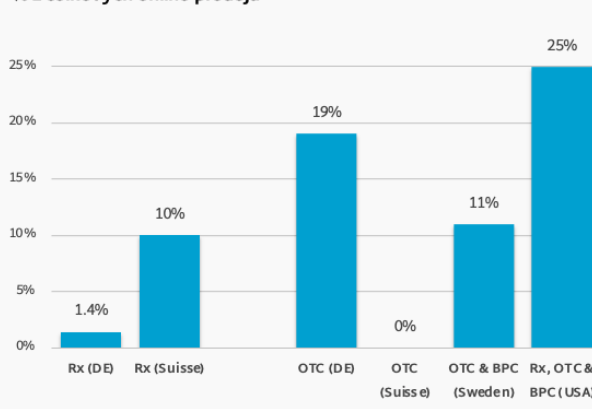
Léky (Německo) vs. Retail (Evropa)



Zdroj: Deutsche Bank, Helgi Analytics

Penetrace prodeje léků v e-commerce

% z celkových online prodejů



Zdroj: Deutsche Bank, Helgi Analytics

I když deregulace prodeje léků na předpis online pokračuje, jejich prodej představuje v Evropě stále jen asi 2% celkového objemu, což je ve srovnání s 20% podílem v elektrotechnice nepatrný objem.

Jakkoliv může být stále nejasné, jak bude evropský trh vypadat za několik let, zda-li uspějí čisté online lékárny (Zur Rose, Shop Apotheke), či se prosadí kombinovaný business model (Boots, Lloyds), investoři evidentně preferují sázku na online.

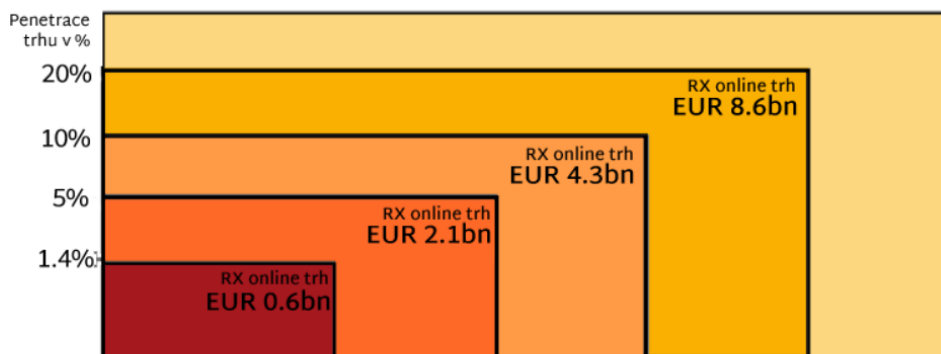
Obě největší evropské online lékárny Zur Rose a Shop Apotheke zatím vykazují hluboké ztráty dosahující dvojciferných hodnot měřeno návratností vlastního a celkového investovaného kapitálu (ROE a ROCE). Obě společnosti by měly začít generovat zisk až zhruba za 2-3 roky a jejich valuace na základě tradičních ukazatelů dává smysl až po roce 2025.

Při průměrné velikosti nákupu německého klienta DocMorris (online lékárna vlastněná Zur Rose) ve výši EUR 56 a dvěma nákupům ročně jen těžko dává smysl, aby současná tržní valuace Zur Rose převyšovala USD 400 za klienta (společnost má více než 10 mil aktivních klientů).

Odpovědi a zjevnou inspirací managementu Pilulky je tedy strukturální změna trhu s léky ve prospěch online distribuce s veškerým zemětřesením, které si dokážeme na relativně konzervativním trhu zatím jen představit.

Následující graf švýcarské Zur Rose ukazuje, jak by se zvýšila potenciální velikost německého trhu s léky na předpis, kdyby se penetrace prodeje léků online zvýšila ze stávajících 1.4% až například na pětinu trhu:

Potenciální velikost německého online trhu s léky na předpis



Zdroj: Zur Rose, Helgi Analytics, RX = léky na předpis

Jakkoliv to tedy zatím vypadá jen jako potenciální pomyslná třesnička na dortu Pilulky (současný finanční plán společnosti zatím nepočítá s žádnými online prodeji léků na předpis), investoři již svoje očekávání velkých změn reflektují do valuace západoevropských online hráčů. Do určité míry bychom měli vidět tento potenciál i v Pilulce.

3.4 SWOT analýza

Silné stránky (Strengths)

- ✓ Pilulka spojuje dynamický růst s vysokými bariérami vstupu do lékárenského odvětví. Společnost provozuje třetí největší lékárenskou síť v Česku a zároveň je jedničkou v online distribuci.
- ✓ Management s úspěšnou zkušeností z e-commerce a vysokou mírou zainteresovanosti na výsledku představuje výrazný stavební kámen celého příběhu.
- ✓ Online segment je výrazně nákladově efektivnější a škálovatelnější než kamenné lékárny.

Slabé stránky (Weaknesses)

- ✓ Pilulka je relativně mladá firma s omezeným vlastním kapitálem. Dynamický růst firmy by měl být financovaný především z pracovního kapitálu, tedy ve spolupráci s dodavateli.
- ✓ Online tržby mají výrazně jinou strukturu s obecně nižší marží než prodeje z tradičních kamenných lékáren. To snižuje unikátnost business modelu firmy a zvyšuje riziko konkurenčního tlaku.
- ✓ Růst prodeje regulovaných léčiv je omezený vzhledem k již vysoké spotřebě léčiv v České republice.

Příležitosti (Opportunities)

- ✓ Uvolnění prodeje léků na předpis online, jak je tomu v některých evropských státech, by mohl výrazně zvýšit výnosy a ziskovost firmy.
- ✓ Migrace spotřebitelů do online segmentu představuje pozitivní vítr v plachtách společnosti
- ✓ Dynamický růst počtu aktivních zákazníků nabízí možnost nabídky dalších služeb a výhodnějších podmínek při jednání s dodavateli.

Rizika (Threats)

- ✓ Riziko zvýšeného konkurenčního tlaku od nových/větších hráčů
- ✓ Případné zhoršení vztahů či platebních podmínek by mohlo výrazně zpomalit růst firmy.
- ✓ Zahraniční expanze je obecně rizikovější než stávající česko-slovenský model



4 Finanční výkazy

Výkaz zisku a ztrát

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby	CZK mil	1,033	1,239	1,780	2,264	2,924	3,688	4,556	5,521
Náklady na prodej zboží	CZK mil	766	1,112	1,582	1,994	2,553	3,192	3,908	4,693
Hrubý zisk	CZK mil	267	127	198	270	371	496	648	828
Personální náklady	CZK mil	109	146	167	201	249	305	367	437
EBITDA	CZK mil	-28.9	-25.8	20.2	45.9	72.5	109	157	217
Odpisy	CZK mil	11.9	19.0	19.1	24.7	25.6	28.0	31.9	37.1
Provozní zisk (EBIT)	CZK mil	-40.8	-44.8	1.06	21.2	47.0	81.3	125	180
Finanční výsledek	CZK mil	0.400	7.23	26.2	0.984	0.233	0	0	0
Finanční náklady	CZK mil	2.10	3.63	2.53	0.984	0.233	0	0	0
Finanční příjmy	CZK mil	1.40	0.018	0.028	0	0	0	0	0
Kurzové ztráty / (zisk)	CZK mil	0.300	3.62	23.6	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady / (výnosy)	CZK mil	0.700	0	0	0	0	0	0	0
Zisk před zdaněním	CZK mil	-41.9	-52.1	-25.1	20.2	46.7	81.3	125	180
Daň ze zisku	CZK mil	0	-1.31	0.549	3.84	8.88	15.4	23.7	34.2
Minoritní podíly	CZK mil	0	-5.25	-3.79	0	0	0	0	0
Zisk po zdanění	CZK mil	-41.9	-50.7	-25.6	16.4	37.9	65.9	101	146
Zisk po zdanění připadající akcionářům	CZK mil	-41.9	-45.5	-21.9	16.4	37.9	65.9	101	146
Dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	50.5	72.9

Source: Company Data, Helgi Analytics

Tempo růstu

TEMPO RŮSTU		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Růst tržeb	%	55.7	19.9	43.7	27.2	29.2	26.1	23.5	21.2
Růst personálních nákladů	%	61.1	34.2	14.1	20.4	24.1	22.4	20.6	18.9
Růst provozního zisku EBITDA	%	-340	-10.7	-178	128	58.0	50.7	43.3	38.6
Růst provozního zisku EBIT	%	-967	9.86	-102	1,903	122	73.1	53.5	44.2
Růst zisku před zdaněním	%	-1,781	24.2	-51.8	-180	132	73.9	53.5	44.2
Růst čistého zisku	%	-2,505	8.57	-52.0	-175	132	73.9	53.5	44.2

Source: Company Data, Helgi Analytics

Ukazatele ziskovosti

RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rentabilita vlastního jmění (ROE)	%	-90.3	-170	-16.5	6.66	13.9	20.3	24.8	28.8
Rentabilita aktiv (ROA)	%	-15.1	-15.6	-6.09	3.11	6.37	9.40	12.1	14.6
Rentabilita celkového kapitálu (ROCE)	%	...	-42.5	-17.4	9.82	19.4	27.4	33.2	37.8
Hrubá marže	%	25.9	10.3	11.1	11.9	12.7	13.5	14.2	15.0
EBITDA marže	%	-2.80	-2.08	1.13	2.03	2.48	2.96	3.44	3.93
EBIT marže	%	-3.95	-3.62	0.059	0.935	1.61	2.20	2.74	3.26
Čistá marže	%	-4.06	-4.10	-1.44	0.722	1.29	1.79	2.22	2.64
Výplatní poměr	%	0	0	0	0	0	0	50.0	50.0

Source: Company Data, Helgi Analytics



Rozvaha

BALANCE SHEET		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Finanční majetek	CZK mil	5.61	9.59	132	122	112	122	132	132
Pohledávky	CZK mil	168	139	155	195	249	314	388	471
Zásoby	CZK mil	64.2	76.6	90.6	111	138	174	214	276
Ostatní oběžný majetek	CZK mil	0	< 0.001	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	CZK mil	238	226	378	428	499	610	734	878
Hmotná aktiva	CZK mil	28.2	33.2	35.2	43.7	53.7	65.4	79.2	95.7
Dlouhodobý finanční majetek	CZK mil	0.320	30.3	27.9	29.3	30.8	32.3	33.9	35.6
Nehmotná aktiva	CZK mil	35.5	49.8	53.6	51.0	52.3	57.0	64.5	74.9
Goodwill	CZK mil	...	...	...	0	0	0	0	0
Fixní aktiva	CZK mil	68.3	113	117	124	137	155	178	206
Aktiva celkem	CZK mil	306	345	498	552	636	765	912	1,085
Závazky dodavatelům	CZK mil	201	190	208	253	312	375	440	522
Krátkodobé úvěry	CZK mil	50.9	76.2	24.6	5.82	-8.77	-10.2	-30.6	-36.7
Ostatní oběžné závazky	CZK mil	6.88	4.22	38.9	40.0	41.2	42.5	43.8	45.1
Oběžné závazky	CZK mil	259	270	271	299	344	407	453	531
Dlouhodobé úvěry	CZK mil	31.3	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé závazky	CZK mil	0.078	42.0	3.21	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	CZK mil	31.4	42.0	3.21	0	0	0	0	0
Závazky celkem	CZK mil	290	307	270	299	344	407	453	531
Základní kapitál	CZK mil	1.85	2.00	2.50	...	...	...	...	...
Vlastní jmění před minoritními podíly	CZK mil	15.8	43.5	238	254	292	358	459	554
Minoritní podíly na vlastním jmění	CZK mil	0	-5.85	-9.74	0	0	0	0	0
Vlastní jmění	CZK mil	15.8	37.7	228	254	292	358	459	554

Source: Company Data, Helgi Analytics

Tempo růstu

GROWTH RATES		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Růst aktiv	%	22.2	12.6	44.5	10.9	15.1	20.2	19.3	18.9
Růst vlastního jmění	%	-79.5	139	530	6.88	14.9	22.6	28.3	20.8
Růst čistého dluhu	%	...	-52.3	-472	7.54	4.17	8.59	19.5	3.99
Růst celkového dluhu	%	...	-7.25	-67.7	-76.3	-251	16.7	199	20.1

Source: Company Data, Helgi Analytics

Ukazatele z rozvahy

RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Celkový dluh	CZK mil	82.2	76.2	24.6	5.82	-8.77	-10.2	-30.6	-36.7
Čistý dluh (Celkový dluh - finanční majetek)	CZK mil	76.2	36.3	-135	-145	-151	-164	-196	-204
Pracovní kapitál	CZK mil	31.0	26.0	38.3	54.0	75.7	113	162	224
Celkový kapitál	CZK mil	99.3	139	155	178	212	268	340	430
Čistý dluh / Vlastní jmění	%	484	96.5	-59.3	-57.2	-51.9	-45.9	-42.8	-36.9
Čistý dluh / EBITDA		-2.64	-1.41	-6.70	-3.16	-2.09	-1.50	-1.25	-0.940
Náklady na financování	%	...	4.59	5.02	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Běžná likvidita		0.918	0.834	1.39	1.44	1.45	1.50	1.62	1.66
Okamžitá likvidita		0.670	0.551	1.06	1.06	1.05	1.07	1.15	1.13

Source: Company Data, Helgi Analytics



Cash flow

CASH FLOW		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Čistý zisk	CZK mil	-41.9	-50.7	-25.6	16.4	37.9	65.9	101	146
Odpisy	CZK mil	11.9	19.0	19.1	24.7	25.6	28.0	31.9	37.1
Nepeněžní změny provozního cash flow	CZK mil	0.299	4.38	26.2	0	0	0	0	0
Změna pracovního kapitálu	CZK mil	17.3	5.00	-12.3	-15.6	-21.7	-37.8	-49.0	-61.9
Peněžní toky z provozní činnosti	CZK mil	-13.4	-22.3	7.39	25.4	41.7	56.1	84.0	121
Kapitálové investice	CZK mil	-33.4	-48.7	-27.6	-31.2	-37.4	-45.3	-53.5	-61.5
Výdaje spojené s finanční činností	CZK mil	-3.75	0	0.015	0	0	0	0	0
Peněžní toky z investiční činnosti	CZK mil	-37.1	-48.7	-27.6	-31.2	-37.4	-44.9	-53.8	-64.6
Vyplacené dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	-50.5
Změna kapitálu	CZK mil	0	61.6	194	0	0	0	0	0
Změna dlouhodobých a krátkodobých úvěrů	CZK mil	42.5	5.69	-51.6	-18.8	-14.6	-1.47	-20.4	-6.14
Peněžní toky z finanční činnosti	CZK mil	42.5	67.3	142	-18.8	-14.6	-1.47	-20.4	-56.7
Efekt kurzových změn na cash flow	CZK mil	0	0	-0.024	0	0	0	0	0
Čistá změna peněžních prostředků	CZK mil	-8.05	-3.78	122	-24.5	-10.2	9.78	9.77	-0.263

Source: Company Data, Helgi Analytics

Ukazatele z cash flow

RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doba obratu pohledávek	days	59.3	41.1	31.8	31.5	31.1	31.1	31.1	31.1
Doba obratu zásob	days	30.6	25.2	20.9	20.4	19.8	19.9	20.0	21.5
Doba obratu závazků	days	95.8	62.4	47.9	46.2	44.6	42.9	41.1	40.6
Doba obratu peněz	days	-5.91	3.85	4.85	5.62	6.30	8.13	10.0	12.0
Provozní cash flow	CZK mil	-30.0	-31.7	-6.54	41.1	63.4	93.9	133	183
Volné finanční cash flow	CZK mil	-50.5	-71.1	-20.2	-5.71	4.35	11.2	30.1	56.4
Kapitálové výdaje (jako % tržeb)	%	3.23	3.93	1.55	1.75	1.65	1.55	1.45	1.35

Source: Company Data, Helgi Analytics

E-Commerce

E-COMMERCE		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Počet dodaných balíčků	mil	0.553	0.765	1.20	1.64	2.22	2.90	3.67	4.53
Počet prodaných výrobků	mil	...	4.05	...	...	...	...	...	...
Počet zboží v nákupu	...	...	5.30	...	...	...	...	...	...
Velikost nákupu	CZK	...	1,101	1,101	1,101	1,101	1,101	1,101	1,101
Velikost nákupu (EUR)	EUR	...	42.0	41.6	41.4	40.8	...	...	...
Velikost nákupu (USD)	USD	...	48.8	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Četnost nákupu	...	...	1.80	2.00	2.20	2.40	2.60	2.80	3.00
Počet aktivních zákazníků	mil	0.239	0.425	0.571	0.745	0.926	1.12	1.31	1.51
Počet aktivních zákazníků (Česko)	mil	0.198	0.361	0.435	0.535	0.611	0.674	0.716	0.736
Počet aktivních zákazníků (Slovensko)	mil	0.041	0.086	0.121	0.173	0.219	0.259	0.293	0.319
Počet aktivních zákazníků (Rumunsko)	mil	0	0.007	0.014	0.037	0.081	0.153	0.246	0.375
Počet aktivních zákazníků (Maďarsko)	mil	0	0	0	0	0.016	0.030	0.056	0.080

Source: Company Data, Helgi Analytics



Ostatní ukazatele

OTHER RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Počet zaměstnanců		217	267	285	327	386	450	517	585
Náklady na zaměstnance	USD per month	1,911	2,023	2,214	2,325	2,441	2,563	2,692	2,826
Náklady na zaměstnance (lokální měna)	CZK per month	41,811	45,601	48,724	51,160	53,718	56,404	59,224	62,185
Provozní náklady (jako % tržeb)	%	18.1	0.562	0.640	1.02	1.69	2.23	2.73	3.16
Personální náklady (jako % tržeb)	%	10.5	11.8	9.36	8.86	8.51	8.26	8.06	7.91
Efektivní daňová sazba	%	0	2.51	-2.19	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Tržby ze zahraničí	CZK mil	177	272	453	648	1,001	1,420	1,914	2,475
Tržby z domácího trhu	CZK mil	856	967	1,327	1,616	1,924	2,268	2,643	3,046
Tržby ze zahraničí (jako % celku)	%	17.1	21.9	25.5	28.6	34.2	38.5	42.0	44.8
Průměrný růst tržeb (5 let)	%	...	...	...	...	34.5	29.0	29.8	25.4
Průměrný růst tržeb (10 let)	%	...	...	...	...	...	...	...	...
Počet zákazníků	mil	0.239	0.425	0.571	0.745	0.926	1.12	1.31	1.51
Tržby z online segmentu	CZK mil	581	842	1,318	1,806	2,448	3,193	4,041	4,985
Tržby z offline segmentu	CZK mil	315	378	436	458	476	496	515	536

Source: Company Data, Helgi Analytics

Tržby regionálně

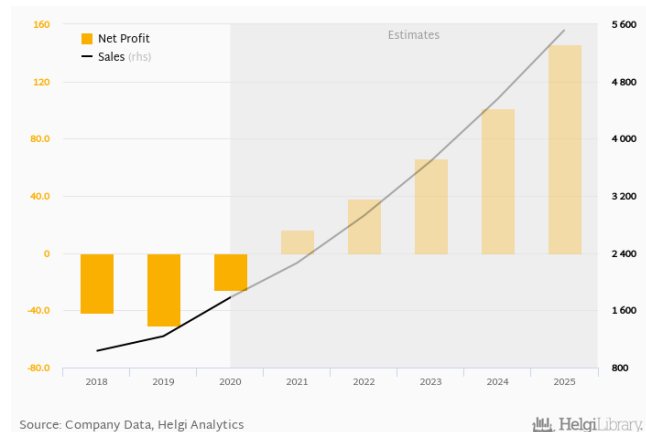
SALES GEOGRAPHY		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby (Česko)	CZK mil	856	967	1,327	1,616	1,924	2,268	2,643	3,046
Tržby (Maďarsko)	CZK mil	0	0	0	0	50.0	100	200	320
Tržby (Rumunsko)	CZK mil	0	19.2	45.6	114	256	449	664	916
Tržby (Slovensko)	CZK mil	177	234	381	534	694	871	1,050	1,239
Tržby v Česku (jako % celku)	%	82.9	78.1	74.5	71.4	65.8	61.5	58.0	55.2
Tržby v Maďarsku (jako % celku)	%	0	0	0	0	1.71	2.71	4.39	5.80
Tržby v Rumunsku (jako % celku)	%	0	1.55	2.56	5.03	8.76	12.2	14.6	16.6
Tržby na Slovensku (jako % celku)	%	17.1	18.9	21.4	23.6	23.7	23.6	23.0	22.4

Source: Company Data, Helgi Analytics

5 Pilulka v obrazech

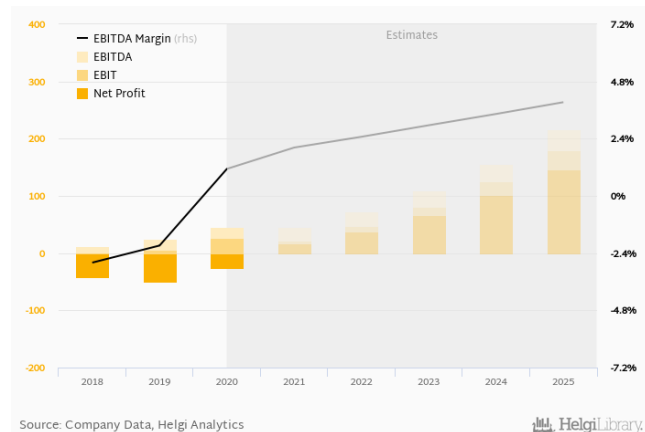
Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (CZK mil)



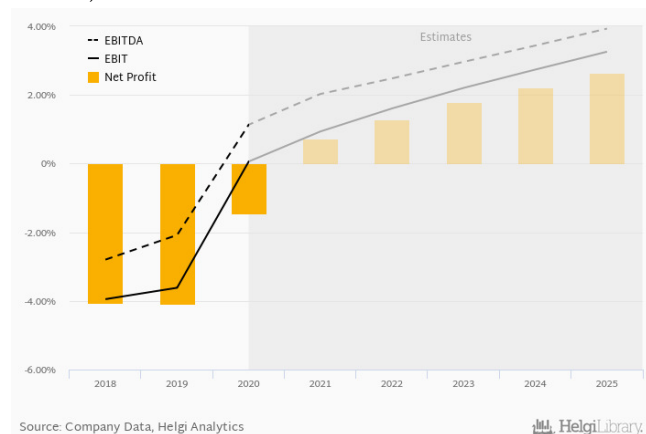
Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (CZK mil)



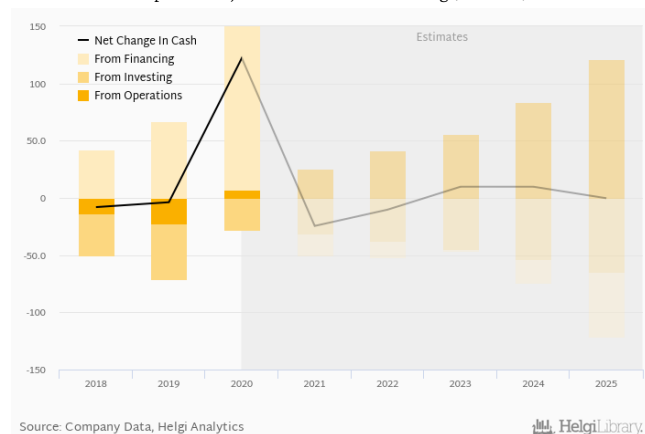
Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



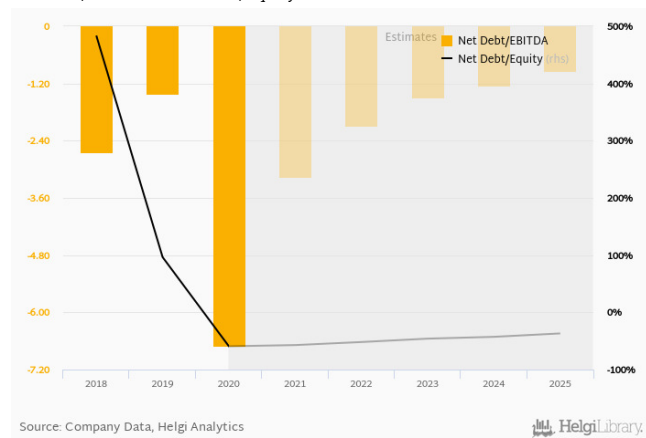
Cash Flow

Total Cash from Operations, Investment and Financing (CZK mil)



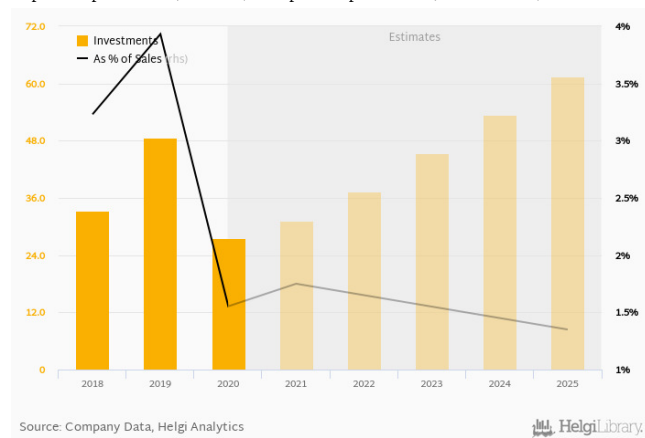
Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Investiční výdaje

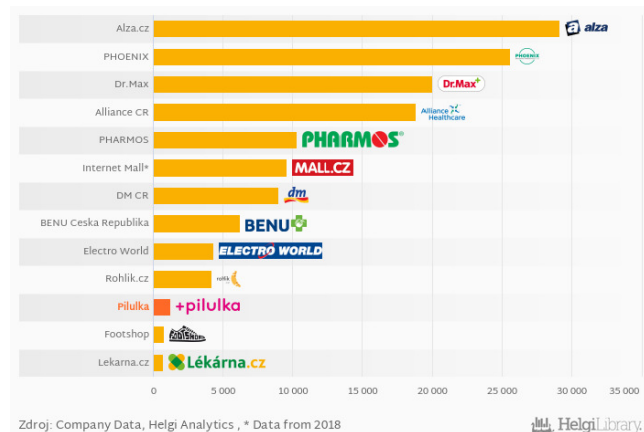
Capital Expenditure (CZK mil) & Capital Expenditure (as % of Sales)



6 Pilulka v domácím srovnání

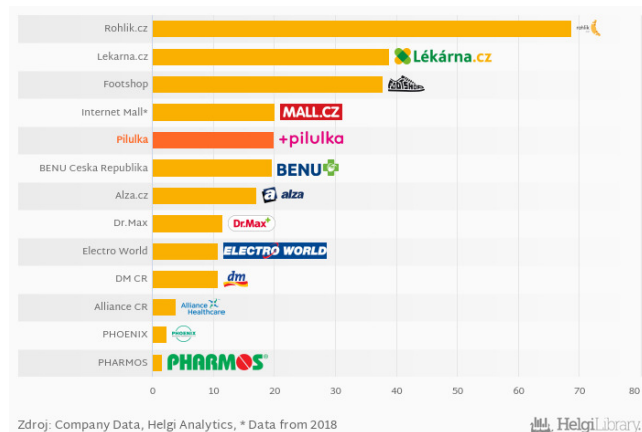
Největší firmy podle tržeb

CZK mil, 2019



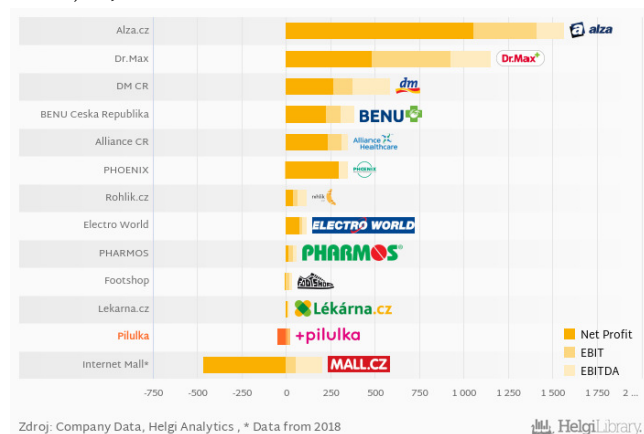
Firmy podle největšího nárůstu tržeb

Růst tržeb (%), 2019



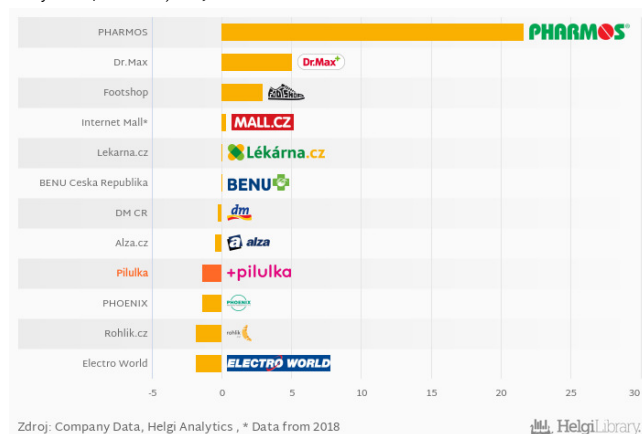
Největší firmy podle EBITDA

CZK mil, 2019



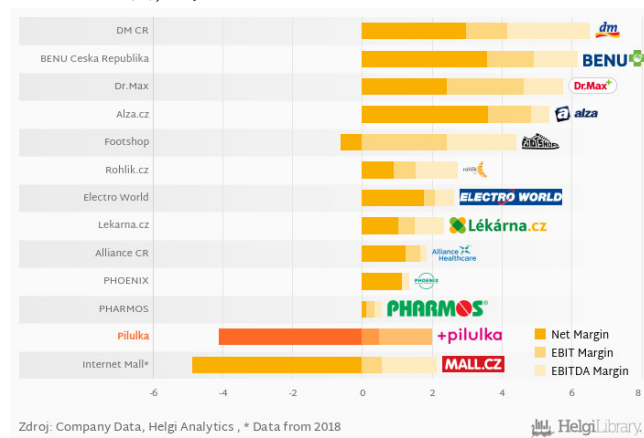
Firmy podle největšího zadlužení k EBITDA

Čistý dluh / EBITDA, 2019



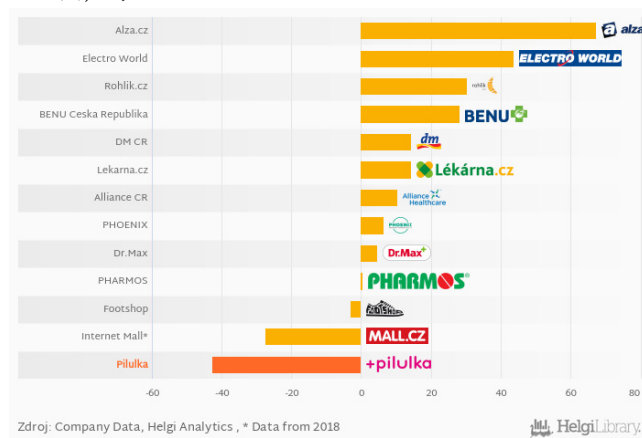
Firmy podle nejvyšší EBITDA marže

EBITDA marže (%), 2019



Firmy podle nejvyšší ziskovosti

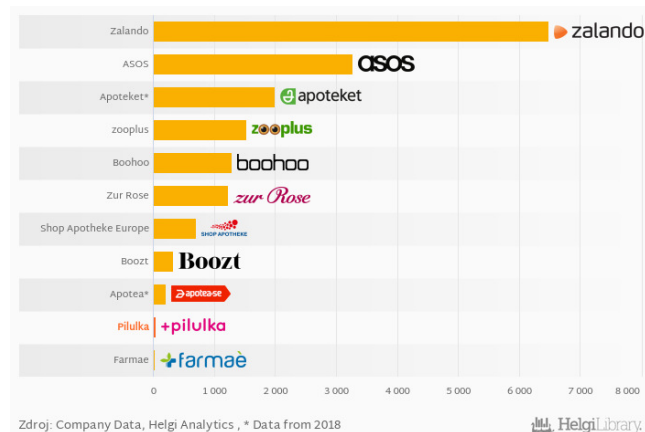
ROCE (%), 2019



7 Pilulka v zahraničním srovnání

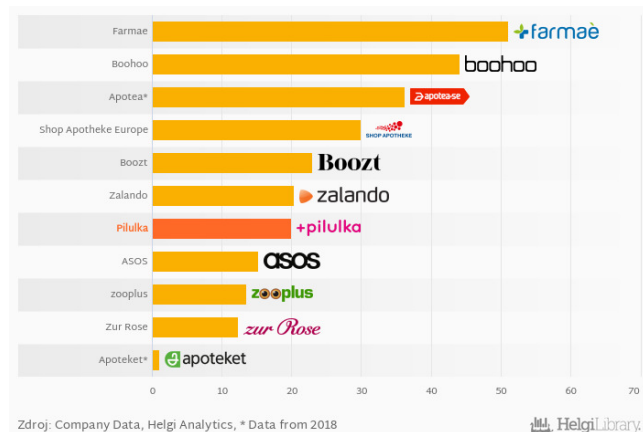
Největší firmy podle tržeb

USD mil, 2019



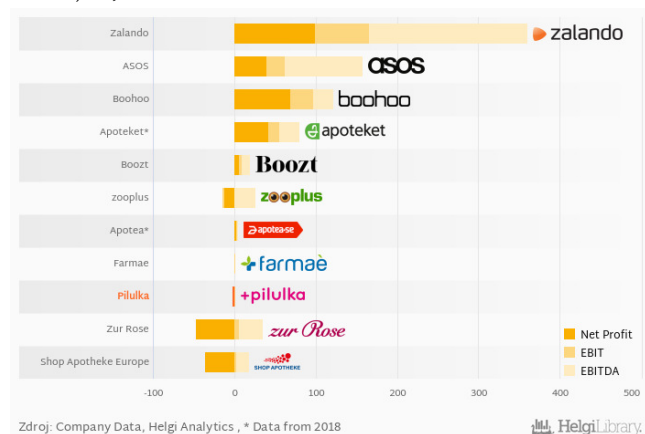
Firmy podle největšího nárůstu tržeb

Růst tržeb (%), 2019



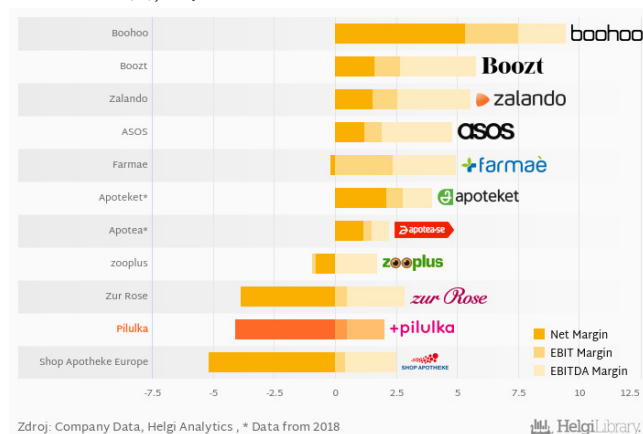
Největší firmy podle EBITDA

USD mil, 2019



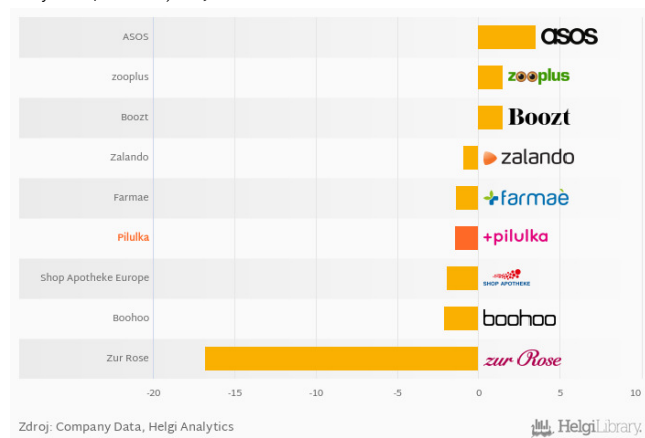
Firmy podle nejvyšší EBITDA marže

EBITDA marže (%), 2019



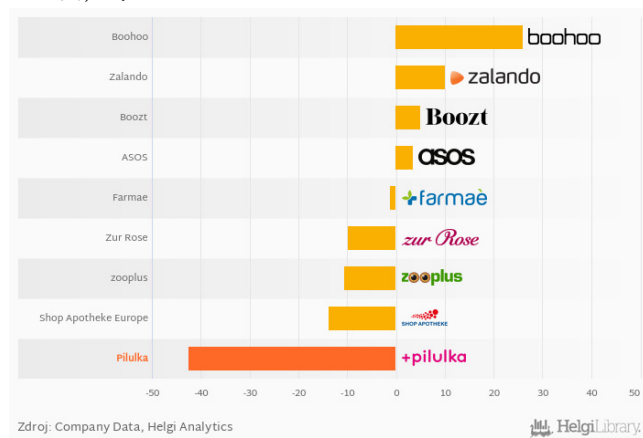
Firmy podle největšího zadlužení k EBITDA

Čistý dluh / EBITDA, 2019



Firmy podle nejvyšší ziskovosti

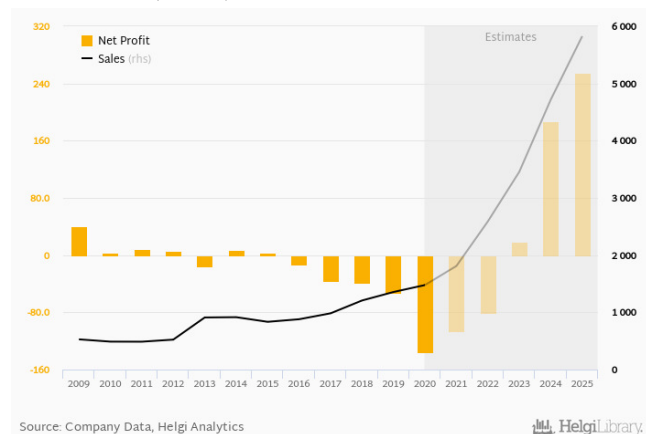
ROCE (%), 2019



8 Výhled ziskovosti vybraných e-commerce firem

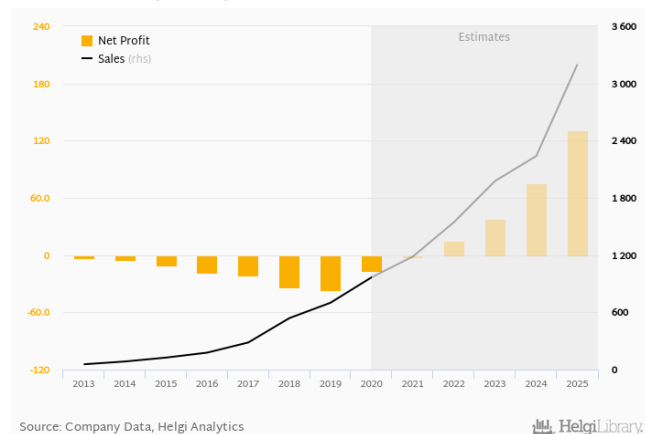
Zur Rose – Profits & Sales

Net Profit & Sales (CHF mil)



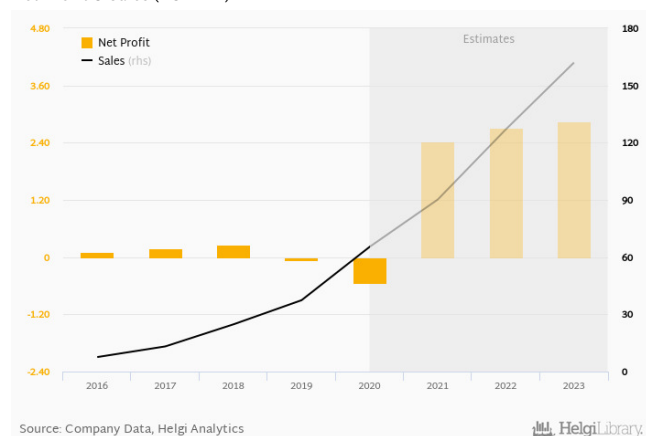
Shop Apotheke Europe – Profits & Sales

Net Profit & Sales (EUR mil)



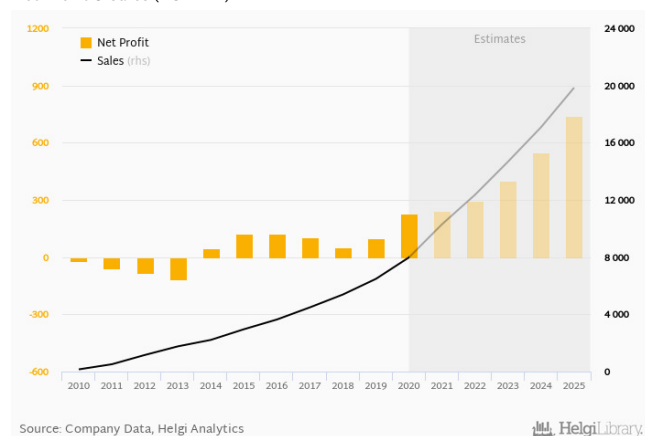
Farmae – Profits & Sales

Net Profit & Sales (EUR mil)



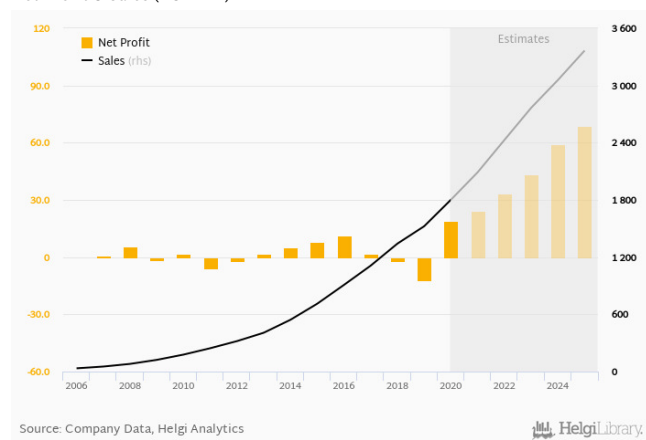
Zalando – Profits & Sales

Net Profit & Sales (EUR mil)



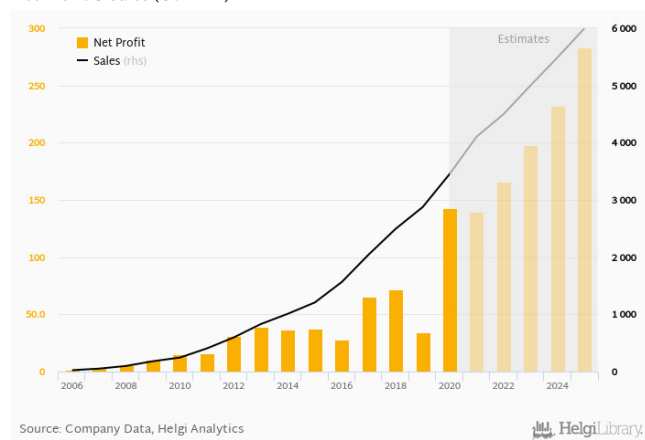
zooplus – Profits & Sales

Net Profit & Sales (EUR mil)



ASOS – Profits & Sales

Net Profit & Sales (GBP mil)





ABOUT HELGI ANALYTICS

Helgi Analytics is a consulting company based in the Czech Republic. The company mainly provides consultancy in the area of financial services and real estate and focuses primarily on the region of Central and Eastern Europe.

Helgi Analytics also runs a web application called Helgi Library, which is a database/library offering data and analyses on more than 99% of the world's economy and population. The Library aims to bring interesting statistical data and analyses to a wide audience under affordable conditions. If you wish to get more details, please visit www.helgilibrary.com or contact us at info@helgilibrary.com.

Helgi Analytics
Eliášova 38
160 00 Prague 6, Czech Republic
www.helgianalytics.com

© 2021, HELGI ANALYTICS LTD. ALL RIGHTS RESERVED. All information contained herein is protected by Copyright Law and no such information may be copied or otherwise reproduced, in whole or in part, in any form or manner, by any Person or Company without Helgi Analytics' prior written consent.

DISCLAIMER

The purpose of this document is to assist the recipient in deciding whether it wishes to proceed with a further investigation of the matters referred to herein. The information in this document, which does not purport to be comprehensive, is believed in good faith to originate from reliable sources, and the views and opinions expressed herein are based on reasonable analysis of source material in the possession of the provider(s) of the document at the time of provision of the document. While the document has been prepared in good faith, no representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is or will be made, and no responsibility or liability is or will be accepted in relation to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the document, or any information contained within it. All and any such responsibility and liability is expressly disclaimed. In particular, but without prejudice to the generality of the foregoing, no representation, warranty, assurance or undertaking is given as to the achievement or reasonableness of any future projections, estimates, prospects or returns contained or referred to in this document. The provider(s) of this document may change any opinion expressed herein without being under any obligation to inform the recipient or to provide to them a revised version. By accepting this document, the recipient agrees to be bound by the foregoing limitations, and acknowledges that it must at all times exercise its own skill and judgment in relation to any decision by it relating to the matters contained within this document. The information, opinions and views contained herein may have been provided to other clients prior to being disseminated herein. This document shall not exclude any liability for, or remedy in respect of, fraudulent misrepresentation.