

Pilulka

Hold
(Držet)

Po-Covidové zpomalení růstu

Pilulka oznámila smíšené výsledky za rok 2021. Zatímco tržby vzrostly o 34% a překonaly naše odhady, zisk EBITDA ve výši Kč 21 mil zůstal za očekáváním. Zpomalení růstu e-commerce segmentu, minimální posun v oblasti liberalizaci trhu, pomalejší expanze a růst úrokových sazeb představují překážky pro výraznější zhodnocení akcií firmy.

- ✓ Pilulka oznámila za rok 2021 konsolidované tržby ve výši Kč 2,380 mil a zisk EBITDA na úrovni Kč 21 mil. Zatímco tržby jsou o 5% lepší než jsme předpokládali, na úrovni EBITDA zisku je výsledek jen poloviční.
- ✓ Pandemie a lockdowny výrazně pomohly růstu tržeb Pilulky zejména pak na domácím online trhu (58% nárůst). Naopak slovenský trh zpomalil (na 21%) a rozvoj rumunského businessu nabral zpoždění částečně díky pandemickým omezením.
- ✓ Provozní EBITDA marže se tak snížila z 1.1% v roce 2020 na 0.9% v 2021, což je méně než polovina očekávané úrovně. Reálný výsledek může být i o něco horší díky vyšší kapitalizaci IT nákladů vynaložených na vývoj interních systémů.
- ✓ Negativní vývoj na e-commerce trhu a pomalejší zahraniční expanze nás přinutily snížit výhled růstu tržeb do roku 2025 o 10% a EBITDA marži o 19 pb. Pilulka by měla dosáhnout v roce 2025 tržby ve výši Kč 4.96 mld a EBITDA marži 3.74%.
- ✓ Negativní vývoj e-commerce trhu, nižší ziskovost a pomalejší zahraniční expanze nás nutí snížit férovou cenu akcií Pilulky z Kč 1,250 na Kč 1,000. I přes snížení cílové ceny doporučujeme akcie držet jako doplněk v rámci konzervativnějšího investičního portfolia.
- ✓ Důvody držení akcií Pilulky jsou podle nás dlouhodobé a jsou především sázkou na disruptci farmaceutického trhu. Klíčovým parametrem dlouhodobého růstu zisku a budoucí ceny akcie zůstává rychlost a detaily potenciální deregulace prodeje léků na předpis.

Sektor:
Pharmacy/E-Commerce

Země:
Česká republika / CEE

Cena akcie: Kč 1,190

Cílová cena: Kč 1 000

Tržní kapitalizace:
USD 127.7 mil

Enterprise Value:
USD 129.1 mil

Počet aktivních klientů:
750,000 (Prosinec 2021)

Počet lékáren:
28 (Prosinec 2021)

HLAVNÍ UKAZATELE									
	TRŽBY	EBITDA	EBITDA MARŽE	ČISTÝ ZISK	ROCE	DLUH/EBITDA	EV/SALES	EV/EBITDA	PER
	CZK mil	CZK mil	%	CZK mil	%				
2024P	4,107	133	3.24	40.8	10.4	0.895	0.753	23.2	72.9
2023P	3,344	92.4	2.76	22.8	7.20	0.867	0.914	33.1	130
2022P	2,668	62.2	2.33	13.0	5.25	0.520	1.13	48.4	228
2021	2,380	21.0	0.882	-25.7	-13.9	-2.59	1.69	191	-165
2020	1,780	20.2	1.13	-25.6	-17.4	-5.32	0.783	69.2	-66.9
2019	1,239	-25.8	-2.08	-50.7	-42.5	-2.58	...	...	...

Zdroj: Pilulka, Helgi Library; P = předpověď

JIŘÍ STANÍK

+420 608 638 222

jiri.stanik@helgilibrary.com

1 Finanční výsledky a výhled

1.1 Výsledky v 2021

Pilulka oznámila za rok 2021 konsolidované tržby ve výši Kč 2,380 mil (růst 34% yoy) a zisk EBITDA na úrovni Kč 21 mil. Zatímco v tržbách je to o 5% lepší než jsme předpokládali, na úrovni EBITDA zisku je výsledek proti našemu odhadu jen poloviční oproti našemu odhadu Kč 45.9 mil z června loňského roku.

Pandemie a lockdowny výrazně pomohly růstu tržeb Pilulky zejména pak na domácím online trhu, kde Pilulka dosáhla 58% meziročního růstu. Naopak slovenský trh zpomalil na 21% a rozvoj rumunského businessu nabral zpoždění částečně díky pandemickým omezením.

Pilulka se také rozhodla zoptimalizovat svoji síť kamenných lékáren uzavřením 4 poboček a celkový počet se tak snížil na 28 vlastních a 130 frančizových lékáren na konci roku 2021. To částečně přispělo k propadu tržeb offline segmentu o 7.1% (Kč 406 mil, tj. již jen 17% z celkových tržeb).

EBITDA marže klesla z 1.1% v roce 2020 na 0.9% v roce 2021 oproti našemu očekávání převyšující 2.0%. Reálná ziskovost může být ještě o něco menší tím, že společnost mohutně investovala do logistiky, zahraniční expanze a IT vývoje a část nákladů tak mohla být kapitalizovaná. Celkové investiční náklady dosáhly loni Kč 82 mil (oproti Kč 28 mil v roce 2020) a nehmotná aktiva se zvýšila o Kč 29.2 mil (vs. Kč 3.9 mil o rok dříve).

Čísla naznačují i mírný pokles hrubé marže (o 1 pp) a vyšší než očekávaný růst personálních nákladů (oproti našemu výhledu). To může naznačovat o něco nákladnější a složitější expanzi na nových trzích, čemuž odpovídá i relativně nižší růst slovenského a rumunského trhu ve srovnání s očekávaným a domácím trhem.

Pod úrovní provozní ziskovostí pak stojí za zmínku odpis konsolidačního rozdílu ve výši Kč 9.8 mil kvůli akvizici 30% minoritního akcionáře v rumunské dceřinné společnosti S.C. Pilulka Online S.R.L. a tím i pokles minoritních podílů ve výkazech zisků a ztrát tím, že se Pilulka stala 100% vlastníkem rumunského businessu.

Vstup na burzu také výrazně posílil kapitálovou pozici společnosti a snížil tak závislost na externím financování zejména od dodavatelů. Firma získala v roce 2020 úpisem nových akcií celkem Kč 212 mil a na konci roku 2021 měla i přes výrazné investice přebytek hotovosti nad dluhy Kč 54 mil (Kč 107 mil na konci 2020) a čistý pracovní kapitál ve výši Kč 40 mil (Kč 38 mil v 2019):

VÝSLEDOKA		2018	2019	2020	2021	2021E	Rozdíl
TRŽBY	CZK mil	1,033	1,239	1,780	2,380	2,264	5.1%
EBITDA	CZK mil	-28.9	-25.8	20.2	21.0	45.9	-54.3%
EBIT	CZK mil	-40.8	-44.8	1.06	-1.79	21.20	-108.5%
FINANČNÍ NÁKLADY	CZK mil	0.40	7.23	26.2	10.7	1.0	986.4%
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	CZK mil	-41.9	-52.1	-25.1	-24.7	20.2	-222.2%
ČISTÝ ZISK	CZK mil	-41.9	-45.5	-21.9	-25.5	16.4	-255.5%
UKAZATELE		2018	2019	2020	2021	2021E	Rozdíl
ROE	%	-90.3%	-153.5%	-15.6%	-11.8%	6.7%	-18.5%
ROCE	%	...	-42.5%	-17.4%	-13.9%	9.8%	-23.7%
EBITDA MARŽE	%	-2.8%	-2.1%	1.1%	0.9%	2.0%	-1.1%
EBIT MARŽE	%	-3.9%	-3.6%	0.1%	-0.1%	0.9%	-1.0%
ČISTÁ MARŽE	%	-4.1%	-4.1%	-1.4%	-1.1%	0.7%	-1.8%
ČISTÝ DLUH / EBITDA		-2.6	-2.6	-5.3	-2.6	-3.1	0.6
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	485.7%	153.0%	-45.1%	-26.5%	-57.2%	30.7%
NÁKLADY NA DLUH	%	...	4.6%	5.0%	3.4%	4.0%	-0.62%

Zdroj: Pilulka, Helgi Library

ROZVAHA		2018	2019	2020	2021	2021E	Rozdíl
AKTIVA	CZK mil	305.9	344.5	498.0	589.1	552.0	6.7%
FIXNÍ AKTIVA	CZK mil	68.3	113.2	116.7	175.2	124.0	41.3%
OBĚŽNÁ AKTIVA	CZK mil	237.7	225.6	377.7	411.6	428.0	-3.8%
PRACOVNÍ KAPITÁL	CZK mil	31.0	26.0	38.3	40.0	54.0	-26.0%
VLASTNÍ JMĚNÍ	CZK mil	15.8	43.5	237.5	204.7	254.0	-19.4%
ČISTÝ DLUH	CZK mil	76.6	66.6	-107.2	-54.3	-145.0	-62.5%
VALUACE		2018	2019	2020	2021	2021E	Rozdíl
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	...	...	68.4	183.1	...	...
ENTERPRICE VALUE	USD mil	...	...	63.4	180.8	...	...
POČET AKCIÍ	mil	...	...	2.50	2.50	...	...
CENA AKCIE	CZK	...	...	585.0	1,685.0	...	...
EV/EBITDA		...	...	69.2	191.1	...	...
EV/SALES		...	...	0.78	1.69	...	...
P/E		...	...	Neg.	Neg.	...	...
P/BV		...	...	6.2	20.6	...	...

Kromě základních finančních výkazů společnost poskytla relativně málo obchodních statistik, které by nám pomohly lépe ohodnotit samotný vývoj business modelu firmy, zejména pak nákupní data (počet nákupů, průměrná velikost, podíl opakovaných nákupů, akviziční náklady apod.), strukturu tržeb a ziskovost na jednotlivých trzích.

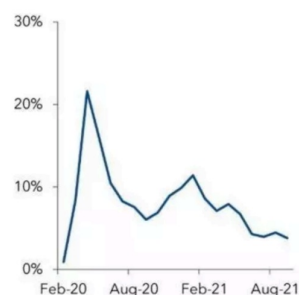
1.2 Změna výhledu

Dva roky pandemie provázeny různými omezeními a lockdowny výrazně zrychlily růst Pilulky, zejména v online segmentu. To se projevilo v lepších než očekávaných výsledcích a přispělo ke strmému nárůstu tržní hodnoty firmy. V druhé polovině roku 2021 ale docházelo k postupnému návratu do normálu a celý e-commerce segment globálně výrazně zpomalil svůj růst. Ve spoustě západoevropských zemích jsou dokonce tržby e-commerce firem na či již pod úrovni před pandemií, což přineslo výraznou korekci akcií e-commerce firem:

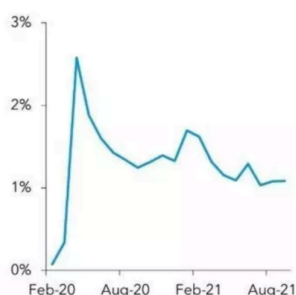
Closely related

Online sales closely tracked mobility trends during the pandemic. (deviation from trends)

Time at home, Google Mobility



Online sales share of total



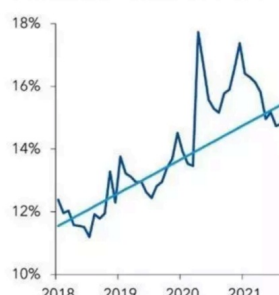
Source: Google Community Mobility Reports and Mastercard Economics Institute.

IMF

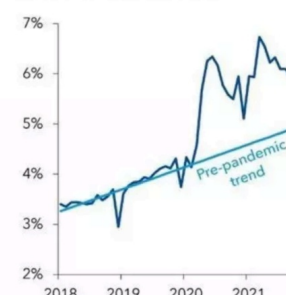
Online retail

The share of retail done online is settling back in line with pre-pandemic trends across various economies.

United States, retail online share



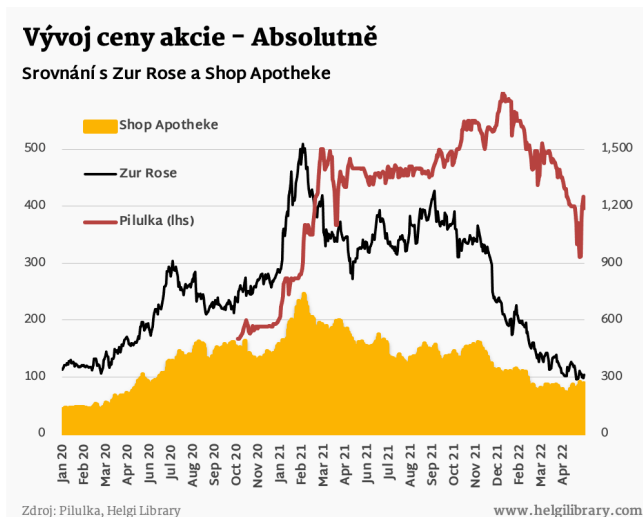
Brazil, retail online share



Source: Mastercard Economics Institute.

IMF

Nejbližší západoevropští konkurenti Pilulky dostali navíc tvrdou ránu v podobě odložení liberalizace prodeje léků na předpis. Akcie Zur Rose a Shop Apotheke tak ztratily of února 2021 dokonce až dvě třetiny hodnoty a cena akcií Pilulky se tak nepřímo mohla svést i s tímto negativním sentimentem:



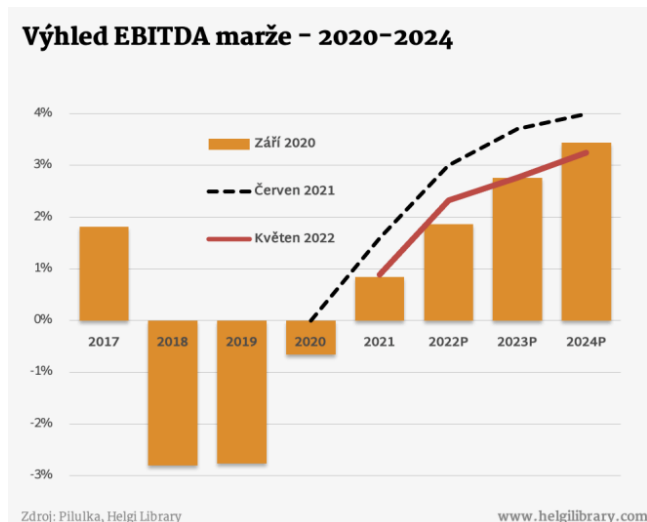
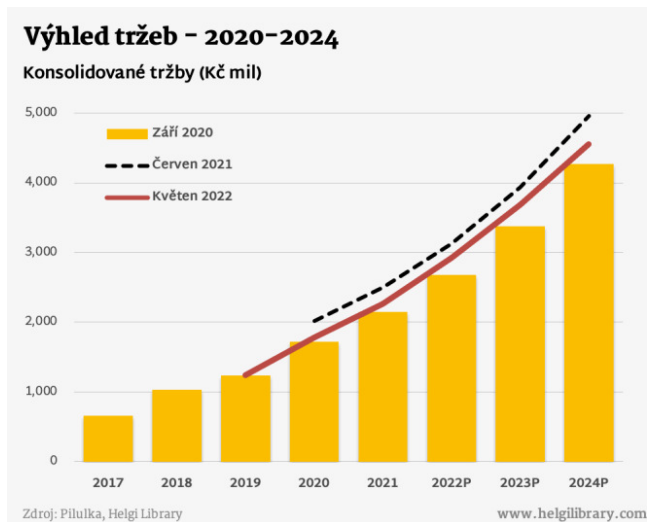
Není pochyb o tom, že e-commerce segment se stal velkým pomocníkem v době pandemie a online nákupy výrazně pomohly retail businessu, ať už se jedná o retail nákupy, či například objednávání jídla. Návrat do normálu a pokles tržeb e-commerce segmentu ale vyvolává řadu otázek, jak rychlý a strukturálně udržitelný bude přechod do online segmentu a jak se bude lišit podle jednotlivých oborů.

Závěry analýzy MasterCard, IMF a Harvard University (E-commerce During Covid: Stylized Facts from 47 Economies) například ukazují, že:

- ✓ pandemie urychlila proces digitalizace a naučila zákazníky nakupovat online
- ✓ existují výrazné rozdíly mezi odvětvími s tím, že například zdravotnictví a telemedicína by měly výrazně benefitovat z nastoupených trendů
- ✓ země s rozvinutým e-commerce sektorem před pandemií vzrostly výrazně více než ostatní, ale také rychleji klesly

Analýza poukazuje, že digitalizace zdravotnictví nabízí velký potenciál, zejména pak v e-commerce méně rozvinutých zemích.

Volně přeneseno do našeho prostředí to znamená, že krátkodobé zpomalení růstu se nutně musí dotknout i Pilulky, nicméně důvody pro optimismus v delším horizontu zůstávají. Petr Kasa již indikoval relativně nízký růst Pilulky během 1Q22 částečně díky vysoké srovnávací základně z loňského roku a my proto snižujeme výhled růstu tržeb v roce 2022 o 9% na Kč 2,924 mil a zisk EBITDA o 14% na Kč 62.2 mil:



1.3 Střednědobý výhled

Věříme, že současný pokles přechodu spotřebitelů do online segmentu je jen krátkodobý z důvodu vysoké srovnávací základy po skončení pandemie. Business model Pilulky by měl benefitovat z dlouhodobého a strukturálního trendu digitalizace zdravotnictví a proto naše základní střednědobé předpoklady zůstávají v platnosti:

- ✓ Pokračující dynamický růst tržeb (23% do roku 2025 a 16% v 2025–2030)
- ✓ Zlepšující se EBITDA marže (na 3.74% v 2025, ovšem o 19 pb méně ve srovnání s loňským odhadem)
- ✓ Pokračující pozitivní spolupráce s dodavateli (čistý pracovní kapitál ve výši okolo 2% 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. Náš model také nezahrnuje žádnou akvizici a počítá s výplatou přebytkové hotovosti ve formě dividend převyšující 50% zisku po roce 2025. V neposlední řadě zatím nebereme v potaz řadu možností strategického posunu firmy do oblasti digitalizace či e-health.

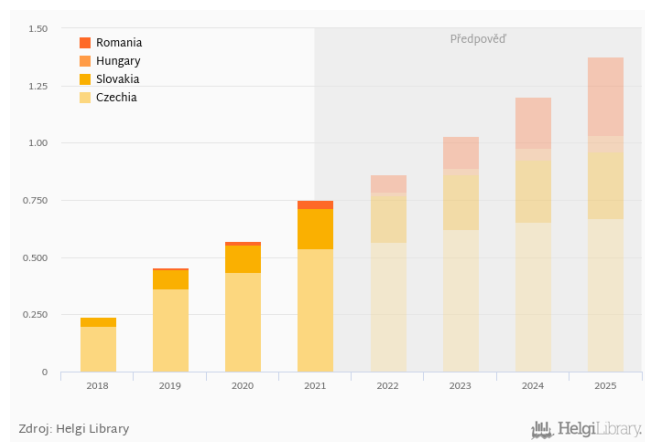
Podobně jako Shop Apotheke a Zur Rose Pilulka připravuje vytvoření strategické e-health platformy, která by zákazníkům nabídla širokou nabídku produktů a navazujících služeb v péči o zdraví nebo rozvoj oblastí jako jsou například telemedicína nebo digitalizace plánování zdravotní péče. S tím je spojený 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 23% ročně a dosáhne celkových konsolidovaných tržeb ve výši téměř Kč 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 92% tržeb v 2025 (oproti 74% v 2020), domácí český trh by se pak měl podílet na méně než dvou třetinách celkových výnosů firmy (oproti 76% v 2020):

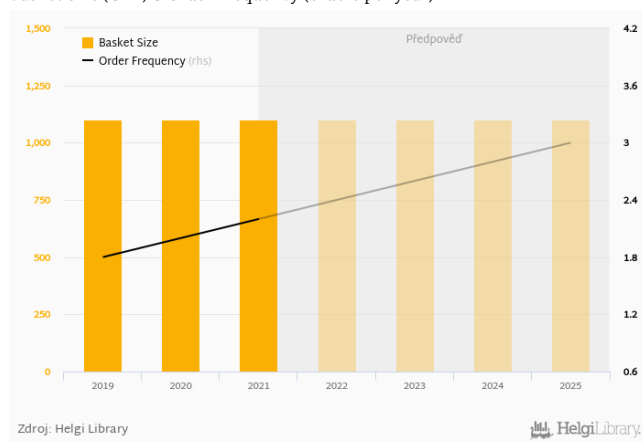
Počet klientů podle zemí

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. Zpomalení růstu během roku 2022 a nákladnější zahraniční expanze patrně posunou první ziskový rok společnosti do období 2022/2023 oproti původnímu očekávání v roce 2021.

V roce 2024 by EBITDA marže měla podle našich odhadů dosáhnout 3.24% a zisk EBITDA zhruba Kč 133 mil:

PILULKA - VÝHLED DO 2025

VÝSLEDOKA		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	Rozdíl
TRŽBY		1,780	2,380	2,668	3,344	4,107	4,961	-10.1%
EBITDA		20.2	21.0	62.2	92.4	133.2	185.7	-14.4%
EBIT		1.06	-1.79	22.34	38.28	63.38	98.18	-45.4%
FINANČNÍ NÁKLADY		26.2	10.7	1.1	4.9	7.8	10.3	...
ZISK PŘED ZDANĚNÍM		-25.1	-24.7	16.1	28.2	50.4	82.7	-54.0%
ČISTÝ ZISK		-21.9	-25.5	13.0	22.8	40.8	67.0	-54.0%
UKAZATELE		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	Rozdíl
ROE		-15.6%	-11.8%	6.2%	10.0%	15.7%	22.0%	-6.8%
ROCE		-17.4%	-13.9%	5.2%	7.2%	10.4%	13.9%	-23.9%
EBITDA MARŽE		1.1%	0.9%	2.3%	2.8%	3.2%	3.7%	-0.19%
EBIT MARŽE		0.1%	-0.1%	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%	-1.28%
ČISTÁ MARŽE		-1.4%	-1.1%	0.5%	0.7%	1.0%	1.4%	-1.29%
ČISTÝ DLUH / EBITDA		-5.3	-2.6	0.5	0.9	0.9	0.9	1.8
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ		-45.1%	-26.5%	14.9%	33.3%	42.4%	50.2%	87.1%
NÁKLADY NA DLUH		5.0%	3.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.00%

Zdroj: Pilulka, Helgi Library

ROZVAHA		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	Rozdíl
AKTIVA	CZK mil	498.0	589.1	710.5	876.9	1,060.9	1,255.0	15.7%
FIXNÍ AKTIVA	CZK mil	116.7	175.2	228.1	286.1	351.9	428.1	107.6%
OBEŽNÁ AKTIVA	CZK mil	377.7	411.6	482.5	590.7	709.0	827.0	-5.9%
PRACOVNÍ KAPITÁL	CZK mil	38.3	40.0	53.4	66.9	82.1	99.2	-55.8%
VLASTNÍ JMĚNÍ	CZK mil	237.5	204.7	217.7	240.5	281.3	327.9	-40.8%
ČISTÝ DLUH	CZK mil	-107.2	-54.3	32.4	80.1	119.2	164.8	-180.7%

VALUACE		2020	2021	2022	2023	2024	2025	Rozdíl
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	68.4	183.1	105.4	105.4	105.4	105.4	-33.2%
ENTERPRICE VALUE	USD mil	63.4	180.8	106.8	108.9	110.6	112.6	-24.1%
POČET AKCIÍ	mil	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	0.0%
CENA AKCIE	CZK	585.0	1,685.0	970.0	970.0	970.0	970.0	-28.1%
EV/EBITDA		69.2	191.1	38.1	26.2	18.4	13.5	-10.5%
EV/SALES		0.78	1.69	0.89	0.72	0.60	0.50	-14.8%
P/E		-66.9	-165.2	186.0	106.2	59.4	36.2	56.3%
P/BV		6.2	20.6	11.1	10.1	8.6	7.4	21.4%

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:

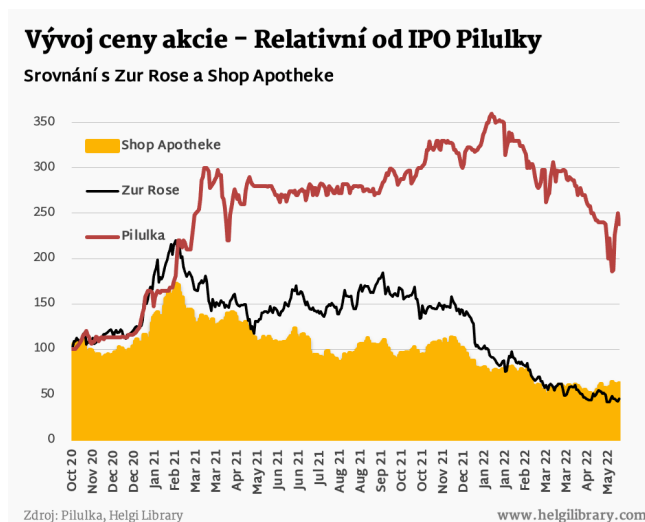
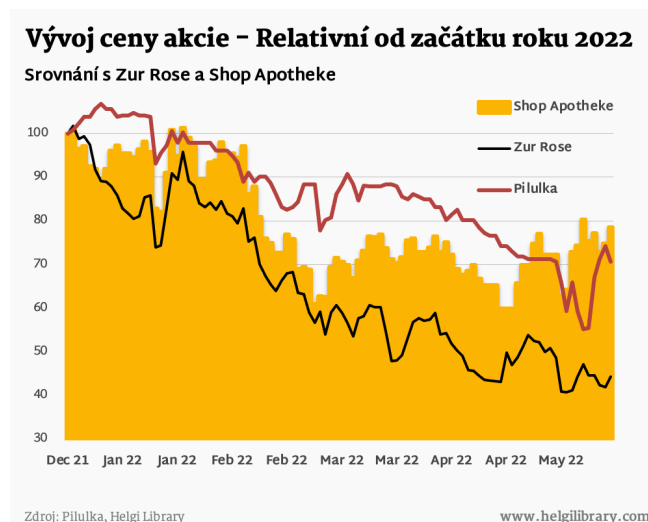
- ✓ Strukturou tržeb generující minimálně 25% hrubou marží
- ✓ Úsporami z rozsahu a zvýšenou provozní efektivitou
- ✓ Klesajícími jednotkovými náklady na marketing a IT

2 Valuace

Navzdory pandemii a částečně díky ní prožila Pilulka a její akcie dva ohromné roky. Cena akcie se od vstupu na burzu na podzim loňského roku více než ztrojnásobila a firma dosáhla během posledních let ohromného nárůstu tržeb.

Část optimismu vyprchala s návratem k normálu a ochlazením e-commerce segmentu. Další tlak na cenu akcie přidal negativní vývoj jejich hlavních západoevropských vzorů Zur Rose a Shop Apotheke díky pomalejší liberalizaci trhu s léky na předpis. Vše pak završil výprodej na akciových trzích v posledních týdnech.

Akcie Pilulky spadly od začátku roku o 30% a od svého vrcholu Kč 1,800 odepsaly již třetinu. Ve srovnání s Zur Rose (63% propad za 12 měsíců a 78% oslabení ze svého vrcholu v únoru 2021) a Shop Apotheke (-45% a -66%) se akcie Pilulky vyvíjejí ještě relativně dobře a stále se obchodují více než 2x nad upisovací hodnotou při IPO:



Zatímco vstup na burzu pomohl společnosti kapitálově a marketingově, pandemie dále umožnila zrychlit růst společnosti v posledních dvou letech. I přes současné zpomalení růstu e-commerce segmentu věříme, že současný trend přechodu spotřebitelů do online segmentu je dlouhodobější a strukturální povahy.

Důvody držení akcií Pilulky jsou podle nás dlouhodobé a jsou především sázkou na disruptci farmaceutického trhu. Klíčovým parametrem dlouhodobého růstu zisku a budoucí ceny akcie zůstává rychlost a detaily potenciální deregulace prodeje léků na předpis.

Dramatický propad akcií západoevropských vzorů během posledních 18 měsíců poukázal na úzkou závislost na deregulaci trhu a částečně i na přehnaný optimismus spojený s akciemi e-commerce sektoru, což jsou hlavní faktory a rizika, které je nutno v následujícím období sledovat.

Negativní vývoj e-commerce trhu, nižší ziskovost a pomalejší zahraniční expanze nás

nutí snížit férovou cenu akcií Pilulky z Kč 1,250 na Kč 1,000. I přes snížení cílové ceny doporučujeme akcie držet jako vhodný doplněk v rámci konzervativnějšího investičního portfolia.

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 635–4,638 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 změní hodnotu firmy o 20%. 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 až od roku 2024. Firma by měla podle našeho modelu vytvořit téměř Kč 28 mil volného kapitálu v roce 2025 a zhruba Kč 94 mil v roce 2030.
- ✓ To předpokládá ambiciózní cíle růstu ve výši 28% ročně v letech 2025–2030. Pro období 2030–2035 předpokládáme snížení tempa růstu na 7.5% a po roce 2035 operujeme s 4.0% růstu volného cash flow.
- ✓ Průměrný náklad na kapitál (WACC) převyšující 7% až do roku 2035 (a 6.8% poté) jako výsledek poměru 9.0% nákladů na vlastní kapitál (8.0% po roce 2035) a 4–5.0% pro cizí dluh.

Valuační model s výše uvedenými parametry naznačuje cílovou cenu za 100% akcií firmy ve výši Kč 2,511 mil, neboli Kč 1,004 na akcii:

MODEL DISKONTOVANÉHO CASH FLOW		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2035
CASH FLOW													
TRŽBY	CZK	1,780	2,380	2,668	3,344	4,107	4,961	5,891	6,857	7,903	9,039	10,272	
PROVOZNÍ ZISK EBIT	CZK	1.1	-1.8	22.3	38.3	63.4	98.2	115.4	136.3	161.6	191.0	224.3	
- Daň z příjmu	CZK	0.0	-0.6	-3.1	-5.4	-9.6	-15.7	-18.6	-23.1	-27.5	-32.6	-38.5	
+ Odpisy	CZK	19.1	22.8	39.8	54.1	69.8	87.5	108.0	127.3	146.4	165.8	185.9	
+/- Změna pracovního kapitálu	CZK	-12.3	-1.6	-13.4	-13.5	-15.3	-17.1	-18.6	-19.3	-20.9	-22.7	-24.7	
- Kapitálové výdaje	CZK	-27.6	-82.1	-79.8	-86.7	-105.3	-125.3	-148.9	-173.8	-198.9	-225.3	-253.1	
VOLNÉ PENĚŽNÍ TOKY	CZK	-19.8	-63.4	-34.1	-13.2	3.0	27.6	37.4	47.4	60.6	76.1	93.9	4,635
NÁKLADY NA KAPITÁL		%		7.8%	7.4%	7.3%	7.3%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%	6.7%	6.8%
Náklady na vlastní kapitál		...	...	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	8.00%
Náklady na dluh		...	...	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.00%
Vlastní jmění (jako % aktiv)		...	...	68.9%	60.6%	57.8%	56.6%	55.8%	56.5%	55.2%	54.6%	54.6%	75.0%
Růst		...	...	-46.3%	-61.3%	-122.9%	816.7%	35.1%	27.0%	27.8%	25.6%	23.4%	4.00%
Kumulativní diskontní faktor				100.0%	93.1%	86.7%	80.9%	75.7%	70.9%	66.4%	62.2%	58.3%	44.2%
Diskontované volné peněžní toky	CZK			-34	-12	3	22	28	34	40	47	55	2,047
Kumulované diskontované volné peněžní toky	CZK			-34	-46	-44	-21	7	41	81	128	183	2,543
ENTERPRISE VALUE (2022)	CZK	2,543											
ČISTÝ DLUH (2022)	CZK	32.4											
100% hodnota společnosti	CZK	2,511											
Hodnota na akcii	CZK	1,004											

Zdroj: Pilulka, Helgi Library

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 zhruba 20%. Podobně je to i u parametru nákladů na kapitál, kde každý procentní bod mění hodnotu firmy o více než 30%:

ANALÝZA CITLIVOSTI			5.50%	6.00%	6.40%	6.80%	7.10%	7.50%
RŮST PO ROCE 2035 / NÁKLADY NA KAPITÁL	2.5%	CZK	1,158	830	768	718	675	639
	3.0%	CZK	1,266	936	853	787	733	688
	3.5%	CZK	1,409	1,012	968	879	808	750
	4.0%	CZK	1,611	1,306	1,131	1,004	906	830
	4.5%	CZK	1,912	1,641	1,380	1,183	1,041	936
	5.0%	CZK	2,415	2,418	1,812	1,465	1,241	1,084
	5.5%	CZK	3,419	4,642	2,736	1,973	1,563	1,306

Zdroj: Pilulka, Helgi Library

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 12 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.

Skupina Zur Rose obsloužila během posledních 12 měsíců více než 12.4 mil zákazníků, z čehož 74% bylo opakovaně. Průměrná velikost nákupu dosáhla EUR 115 u léků na předpis a EUR 39 u OTC léků.

Díky zpomalení liberalizace německého trhu se akcie Zur Rose propadly o 78% ze svého maxima v únoru 2021. Analytici během posledního roku snížili svá očekávání tržeb pro rok 2025 o třetinu a u zisku EBITDA až o dvě třetiny:

ZUR ROSE

VÝSLEDOVKA	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽBY	1,477	1,727	1,981	2,514	2,969	3,933
EBITDA	-78.4	-142.6	-83.3	-16.7	50.1	173.4
EBIT	-117.6	-193.8	-132.1	-74.0	-23.6	94.4
FINANČNÍ NÁKLADY	13.5	14.9	10.0	16.5	15.6	15.0
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	-133.2	-226.7	-142.1	-90.6	-39.2	79.4
ČISTÝ ZISK	-135.7	-225.7	-145.0	-87.1	-38.3	62.0
UKAZATELE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	-29.0%	-44.4%	-35.2%	-29.4%	-16.4%	25.3%
ROCE	-17.8%	...	...	...	...	...
EBITDA MARŽE	-5.3%	-8.3%	-4.2%	-0.7%	1.7%	4.4%
EBIT MARŽE	-8.0%	-11.2%	-6.7%	-2.9%	-0.8%	2.4%
ČISTÁ MARŽE	-9.2%	-13.1%	-7.3%	-3.5%	-1.3%	1.6%
ČISTÝ DLUH / EBITDA	-3.4	-2.0	-5.4	-32.7	12.2	3.4
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	50.7%	60.0%	133.3%	215.2%	283.9%	214.4%
NÁKLADY NA DLUH	2.7%	2.6%	1.6%	2.2%	1.9%	1.8%

Zdroj: Bloomberg, Helgi Library, *Ukazatele vypočteny na ceně CHF 119 za akcii pro 2022-2025, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTIVA	CHF mil	1,278	1,269	1,293	1,324	1,363	1,409
FIXNÍ AKTIVA	CHF mil	96.6	98.7	101.7	104.7	107.9	111.1
OBĚŽNÁ AKTIVA	CHF mil	539.3	537.1	524.5	517.3	515.5	519.2
PRACOVNÍ KAPITÁL	CHF mil	114.6	92.3	95.0	97.9	100.8	103.8
VLASTNÍ JMĚNÍ	CHF mil	531.7	484.9	339.9	252.8	214.5	276.5
ČISTÝ DLUH	CHF mil	269.6	291.0	453.2	544.1	609.0	593.0
VALUACE*		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	3,060	2,648	1,510	1,510	1,510	1,510
ENTERPRICE VALUE	USD mil	3,365	2,965	2,005	2,105	2,176	2,158
POČET AKCIÍ	mil	10.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
CENA AKCIE	CHF	283.0	235.5	120.0	120.0	120.0	120.0
EV/EBITDA		-39.8	-18.7	-22.0	-115.7	39.7	11.4
EV/SALES		2.1	1.5	0.9	0.8	0.7	0.5
P/E		-18.9	-10.1	-9.5	-15.9	-36.1	22.3
P/BV		5.6	5.6	4.1	5.5	6.4	5.0

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:

Shop Apotheke zvýšila svůj počet aktivních klientů na 7.9 mil ke konci roku 2021. Průměrná velikost nákupu dosáhla v loňském roce EUR 61 a podíl opakovaných nákupů zůstal na 82%. Management předpokládá ve střednědobém horizontu dosažení EBITDA marže na úrovni 8% zatímco cíl pro 2022 je na úrovni mínus 1.5 až plus 1.5%.

Podobně jako u Zur Rose se akcie Shop Apotheke dostaly během posledních 18 měsíců pod výrazný tlak. Akcie ztratily 62% od svého maxima a téměř polovinu během posledního roku, když analytici snížili svoje odhady tržeb pro rok 2025 o třetinu a zisku o polovinu:

SHOP APOTHEKE

VÝSLEDOVKA	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽBY	968.1	1,060.3	1,250.4	1,640.6	2,027.7	2,077.5
EBITDA	15.2	-38.7	1.2	32.1	72.0	98.8
EBIT	-0.9	-65.7	-33.6	-4.0	28.5	62.2
FINANČNÍ NÁKLADY	10.8	8.6	10.4	9.8	13.1	10.2
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	-15.9	-77.9	-44.0	-13.8	15.5	52.0
ČISTÝ ZISK	-16.8	-74.2	-42.4	-11.6	15.5	39.0
UKAZATELE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	-5.1%	-17.7%	-10.8%	-3.1%	4.2%	9.8%
ROCE	-5.5%	...	...	...	...	...
EBITDA MARŽE	1.6%	-3.7%	0.1%	2.0%	3.6%	4.8%
EBIT MARŽE	-0.1%	-6.2%	-2.7%	-0.2%	1.4%	3.0%
ČISTÁ MARŽE	-1.7%	-7.0%	-3.4%	-0.7%	0.8%	1.9%
ČISTÝ DLUH / EBITDA	-5.9	1.2	23.0	1.8	1.3	1.0
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	-21.2%	-11.4%	7.1%	16.4%	24.9%	22.6%
NÁKLADY NA DLUH	...	...	...	...	...	...

Zdroj: Bloomberg, Helgi Library, *Ukazatele vypočteny na ceně EUR 88.2 za akcii pro 2021-2025, jinak k ceně akcie ke konci roku

ROZVAHA		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTIVA	EUR mil	536.9	783.1	900.5	1,013.1	1,114.4	1,198.0
FIXNÍ AKTIVA	EUR mil	74.5	...	...	...	...	...
OBĚŽNÁ AKTIVA	EUR mil	254.1	432.8	415.5	450.8	512.7	557.7
PRACOVNÍ KAPITÁL	EUR mil	59.9	...	...	...	...	...
VLASTNÍ JMĚNÍ	EUR mil	425.1	415.4	373.0	361.4	376.9	415.9
ČISTÝ DLUH	EUR mil	-90.0	-47.4	26.6	59.2	94.0	94.0
VALUACE*		2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	3,203	2,334	1,850	1,850	1,850	1,850
ENTERPRICE VALUE	USD mil	3,093	2,279	1,881	1,920	1,961	1,961
POČET AKCIÍ	EUR	14.4	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
CENA AKCIE		148.2	113.3	88.2	88.2	88.2	88.2
EV/EBITDA		173.9	-49.1	1,389.6	51.0	23.2	16.9
EV/SALES		2.7	1.8	1.3	1.0	0.8	0.8
P/E		-126.7	-27.3	-37.2	-136.4	101.9	40.4
P/BV		5.0	4.9	4.2	4.4	4.2	3.8

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.

Podobně jako u dvou předchozích firem, akcie Farmae ztratily 63% ze svého vrcholu a více než polovinu své hodnoty za poslední rok:

FARMAE

VÝSLEDOVKA	2020	2021	2022P	2023P	2024P
TRŽBY	65.4	82.5	119.5	140.5	162.5
EBITDA	1.0	2.7	4.1	5.3	7.0
EBIT	-0.8	0.3	1.7	2.9	4.6
FINANČNÍ NÁKLADY	0.0	0.3	0.7	0.8	0.7
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	-0.3	0.0	1.1	2.1	3.9
ČISTÝ ZISK	-0.5	-0.1	0.7	1.4	2.6
UKAZATELE	2020	2021	2022P	2023P	2024P
ROE	-4.6%	-0.8%	5.6%	10.5%	17.0%
ROCE	-7.6%	-1.6%	12.4%	18.7%	25.5%
EBITDA MARŽE	1.5%	3.3%	3.4%	3.7%	4.3%
EBIT MARŽE	-1.2%	0.4%	1.5%	2.0%	2.8%
ČISTÁ MARŽE	-0.8%	-0.1%	0.6%	1.0%	1.6%
ČISTÝ DLUH / EBITDA	-3.5	1.2	3.4	3.1	2.5
ČISTÝ DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	-28.6%	28.2%	113.4%	117.7%	105.4%
NÁKLADY NA DLUH	...	...	...	...	...

ROZVAHA		2020	2021	2022P	2023P	2024P
AKTIVA	EUR mil	43.1	51.0	56.3	58.1	61.5
FIXNÍ AKTIVA	EUR mil	2.0	2.8	3.0	3.3	3.7
OBĚŽNÁ AKTIVA	EUR mil	33.2	40.6	45.1	46.1	48.7
PRACOVNÍ KAPITÁL	EUR mil	-3.0	-6.0	-4.7	-3.7	-1.0
VLASTNÍ JMĚNÍ	EUR mil	11.8	11.7	12.4	13.7	16.3
ČISTÝ DLUH	EUR mil	-3.4	3.3	14.0	16.2	17.2

VALUACE*		2020	2021	2022P	2023P	2024P
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	104	217	94.4	94.4	94.4
ENTERPRICE VALUE	USD mil	100	221	111	113	115
POČET AKCIÍ	EUR	5.70	5.73	5.73	5.73	5.7
CENA AKCIE		14.9	32.3	14.0	14.0	14.0
EV/EBITDA		89.5	68.4	23.1	18.4	14.0
EV/SALES		1.3	2.2	0.8	0.7	0.6
P/E		Neg.	Neg.	120.2	58.5	31.5
P/BV		7.2	15.9	6.5	5.9	4.9

Zdroj: Bloomberg, Helgi Library, *Ukazatele vypočteny na ceně EUR 34 za akcii pro 2021-2024, jinak k ceně akcie ke konci roku

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



3 Finanční výkazy

Výkaz zisku a ztrát

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Tržby	CZK mil	1,033	1,239	1,780	2,380	2,668	3,344	4,107	4,961
Náklady na prodej zboží	CZK mil	766	1,112	1,582	2,139	2,330	2,894	3,523	4,217
Hrubý zisk	CZK mil	267	127	198	241	338	450	584	744
Personální náklady	CZK mil	109	146	167	224	242	295	354	420
EBITDA	CZK mil	-28.9	-25.8	20.2	21.0	62.2	92.4	133	186
Odpisy	CZK mil	11.9	19.0	19.1	22.8	39.8	54.1	69.8	87.5
Provozní zisk (EBIT)	CZK mil	-40.8	-44.8	1.06	-1.79	22.3	38.3	63.4	98.2
Finanční výsledek	CZK mil	0.400	7.23	26.2	10.7	1.07	4.91	7.81	10.3
Finanční náklady	CZK mil	2.10	3.63	2.53	0.777	1.07	4.91	7.81	10.3
Finanční příjmy	CZK mil	1.40	0.018	0.028	0.714	0	0	0	0
Kurzové ztráty / (zisk)	CZK mil	0.300	3.62	23.6	10.6	0	0	0	0
Mimořádné náklady / (výnosy)	CZK mil	0.700	0	0	12.2	5.18	5.18	5.18	5.18
Zisk před zdaněním	CZK mil	-41.9	-52.1	-25.1	-24.7	16.1	28.2	50.4	82.7
Daň ze zisku	CZK mil	0	-1.31	0.549	0.994	3.06	5.36	9.57	15.7
Minoritní podíly	CZK mil	0	-5.25	-3.79	-0.175	0	0	0	0
Zisk po zdanění	CZK mil	-41.9	-50.7	-25.6	-25.7	13.0	22.8	40.8	67.0
Zisk po zdanění připadající akcionářům	CZK mil	-41.9	-45.5	-21.9	-25.5	13.0	22.8	40.8	67.0
Dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	20.4	33.5

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Tempo růstu

TEMPO RŮSTU		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Růst tržeb	%	55.7	19.9	43.7	33.7	12.1	25.3	22.8	20.8
Růst personálních nákladů	%	61.1	34.2	14.1	34.5	7.91	21.9	20.0	18.7
Růst provozního zisku EBITDA	%	-340	-10.7	-178	4.13	196	48.7	44.2	39.4
Růst provozního zisku EBIT	%	-967	9.86	-102	-270	-1,346	71.4	65.6	54.9
Růst zisku před zdaněním	%	-1,781	24.2	-51.8	-1.66	-165	75.2	78.8	64.2
Růst čistého zisku	%	-2,505	8.57	-52.0	16.6	-151	75.2	78.8	64.2

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Ukazatele ziskovosti

UKAZATELE		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Rentabilita vlastního jmění (ROE)	%	-90.3	-153	-15.6	-11.8	6.18	9.98	15.7	22.0
Rentabilita aktiv (ROA)	%	-15.1	-15.6	-6.09	-4.72	2.01	2.88	4.21	5.79
Rentabilita celkového kapitálu (ROCE)	%	...	-42.5	-17.4	-13.9	5.25	7.20	10.4	13.9
Hrubá marže	%	25.9	10.3	11.1	10.1	12.7	13.5	14.2	15.0
EBITDA marže	%	-2.80	-2.08	1.13	0.882	2.33	2.76	3.24	3.74
EBIT marže	%	-3.95	-3.62	0.059	-0.075	0.837	1.14	1.54	1.98
Čistá marže	%	-4.06	-4.10	-1.44	-1.08	0.489	0.683	0.994	1.35
Výplatní poměr	%	0	0	0	0	0	0	50.0	50.0

Zdroj: Firemní data, Helgi Library



Rozvaha

ROZVAHA		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Finanční majetek	CZK mil	5.61	9.59	132	71.6	61.6	71.6	81.6	81.6
Pohledávky	CZK mil	168	139	155	185	254	345	413	405
Zásoby	CZK mil	64.2	76.6	90.6	155	167	174	214	340
Ostatní oběžný majetek	CZK mil	0	< 0.001	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	CZK mil	238	226	378	412	482	591	709	827
Hmotná aktiva	CZK mil	28.2	33.2	35.2	62.4	99.2	138	182	230
Dlouhodobý finanční majetek	CZK mil	0	0	0	4.05	4.25	4.47	4.69	4.92
Nehmotná aktiva	CZK mil	35.5	49.8	53.6	82.8	104	128	155	188
Goodwill	CZK mil	0.320	30.3	27.9	25.9	20.7	15.5	10.4	5.18
Fixní aktiva	CZK mil	68.3	113	117	175	228	286	352	428
Aktiva celkem	CZK mil	306	345	498	589	711	877	1,061	1,255
Závazky dodavatelům	CZK mil	201	190	208	300	367	452	545	646
Krátkodobé úvěry	CZK mil	50.9	76.2	24.6	21.3	98.2	156	206	251
Ostatní oběžné závazky	CZK mil	6.88	4.22	38.9	26.3	27.1	28.0	28.8	29.7
Oběžné závazky	CZK mil	259	270	271	348	493	636	780	927
Dlouhodobé úvěry	CZK mil	31.3	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé závazky	CZK mil	0.078	42.0	3.21	1.45	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	CZK mil	31.4	42.0	3.21	1.45	0	0	0	0
Závazky celkem	CZK mil	290	301	260	384	493	636	780	927
Základní kapitál	CZK mil	1.85	2.00	2.50	2.50	...	...	...	...
Vlastní jmění před minoritními podíly	CZK mil	15.8	37.7	228	204	217	240	281	328
Minoritní podíly na vlastním jmění	CZK mil	0	-5.85	-9.74	-0.275	-0.275	-0.275	-0.275	-0.275
Vlastní jmění	CZK mil	15.8	43.5	238	205	218	241	281	328

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Tempo růstu

TEMPO RŮSTU		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Růst aktiv	%	22.2	12.6	44.5	18.3	20.6	23.4	21.0	18.3
Růst vlastního jmění	%	-79.5	176	423	-10.3	6.38	10.5	17.0	16.7
Růst čistého dluhu	%	...	-13.0	-261	-49.3	-160	148	48.9	38.2
Růst celkového dluhu	%	...	-7.25	-67.7	-13.3	360	59.0	31.6	22.3

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Ukazatele z rozvahy

UKAZATELE		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Celkový dluh	CZK mil	82.2	76.2	24.6	21.3	98.2	156	206	251
Čistý dluh (Celkový dluh - finanční majetek)	CZK mil	76.6	66.6	-107	-54.3	32.4	80.1	119	165
Pracovní kapitál	CZK mil	31.0	26.0	38.3	40.0	53.4	66.9	82.1	99.2
Celkový kapitál	CZK mil	99.3	139	155	215	281	353	434	527
Čistý dluh / Vlastní jmění	%	486	153	-45.1	-26.5	14.9	33.3	42.4	50.2
Čistý dluh / EBITDA		-2.65	-2.58	-5.32	-2.59	0.520	0.867	0.895	0.887
Náklady na financování	%	...	4.59	5.02	3.38	5.00	5.00	5.00	5.00
Běžná likvidita		0.918	0.834	1.39	1.18	0.979	0.928	0.909	0.892
Okamžitá likvidita		0.670	0.551	1.06	0.737	0.641	0.655	0.635	0.525

Zdroj: Firemní data, Helgi Library



Cash flow

CASH FLOW		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Čistý zisk	CZK mil	-41.9	-50.7	-25.6	-25.7	13.0	22.8	40.8	67.0
Odpisy	CZK mil	11.9	19.0	19.1	22.8	39.8	54.1	69.8	87.5
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	-1.64	-13.4	-13.5	-15.3	-17.1
Peněžní toky z provozní činnosti	CZK mil	-13.4	-22.3	7.39	24.7	39.5	63.4	95.4	137
Kapitálové investice	CZK mil	-33.4	-48.7	-27.6	-82.1	-79.8	-86.7	-105	-125
Výdaje spojené s finanční činností	CZK mil	-3.75	0	0.015	0.052	0	0	0	0
Peněžní toky z investiční činnosti	CZK mil	-37.1	-48.7	-27.6	-82.1	-98.5	-118	-142	-170
Vyplacené dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0	-20.4
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	-3.26	76.9	57.9	49.4	45.8
Peněžní toky z finanční činnosti	CZK mil	42.5	67.3	142	-3.26	76.9	57.9	49.4	25.4
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	-60.2	17.8	3.18	2.93	-7.36

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Ukazatele z cash flow

UKAZATELE		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Doba obratu pohledávek	days	59.3	41.1	31.8	28.3	34.8	37.7	36.7	29.8
Doba obratu zásob	days	30.6	25.2	20.9	26.5	26.1	21.9	22.2	29.4
Doba obratu závazků	days	95.8	62.4	47.9	51.2	57.6	57.0	56.5	55.9
Doba obratu peněz	days	-5.91	3.85	4.85	3.63	3.31	2.58	2.42	3.33
Provozní cash flow	CZK mil	-30.0	-31.7	-6.54	-2.89	52.8	77.0	111	155
Volné finanční cash flow	CZK mil	-50.5	-71.1	-20.2	-57.3	-59.0	-54.8	-46.5	-32.7
Kapitálové výdaje (jako % tržeb)	%	3.23	3.93	1.55	3.45	3.35	3.25	3.15	3.05

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

E-Commerce

E-COMMERCE		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Počet dodaných balíčků	mil	0.553	0.765	1.20	1.76	2.07	2.68	3.36	4.13
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	49.6	47.3	47.3	47.3	47.3
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	0.750	0.861	1.03	1.20	1.38
Počet aktivních zákazníků (Česko)	mil	0.198	0.361	0.435	0.538	0.567	0.622	0.656	0.671
Počet aktivních zákazníků (Slovensko)	mil	0.041	0.086	0.121	0.174	0.204	0.239	0.269	0.290
Počet aktivních zákazníků (Rumunsko)	mil	0	0.007	0.014	0.037	0.075	0.141	0.225	0.342
Počet aktivních zákazníků (Maďarsko)	mil	0	0	0	0	0.015	0.028	0.051	0.073

Zdroj: Firemní data, Helgi Library



Ostatní ukazatele

OSTATNÍ UKAZATELE		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Počet zaměstnanců		217	267	285	363	373	433	495	560
Náklady na zaměstnance	USD per month	1,911	2,023	2,214	2,318	2,318	2,434	2,556	2,684
Náklady na zaměstnance (lokální měna)	CZK per month	41,811	45,601	48,724	51,441	54,013	56,713	59,549	62,527
Provozní náklady (jako % tržeb)	%	18.1	0.562	0.640	-0.163	1.29	1.88	2.37	2.79
Personální náklady (jako % tržeb)	%	10.5	11.8	9.36	9.41	9.06	8.81	8.61	8.46
Efektivní daňová sazba	%	0	2.51	-2.19	-4.03	19.0	19.0	19.0	19.0
Tržby ze zahraničí	CZK mil	177	272	453	565	653	972	1,328	1,742
Tržby z domácího trhu	CZK mil	856	967	1,327	1,816	2,015	2,372	2,779	3,219
Tržby ze zahraničí (jako % celku)	%	17.1	21.9	25.5	23.7	24.5	29.1	32.3	35.1
Průměrný růst tržeb (5 let)	%	...	...	...	...	32.1	26.5	27.1	22.7
Průměrný růst tržeb (10 let)	%	...	...	...	...	...	...	...	...
Počet zákazníků	mil	0.239	0.425	0.571	0.750	0.861	1.03	1.20	1.38
Tržby z online segmentu	CZK mil	581	842	1,318	1,941	2,275	2,951	3,702	4,544
Tržby z offline segmentu	CZK mil	315	378	436	406	393	393	405	417

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Tržby regionálně

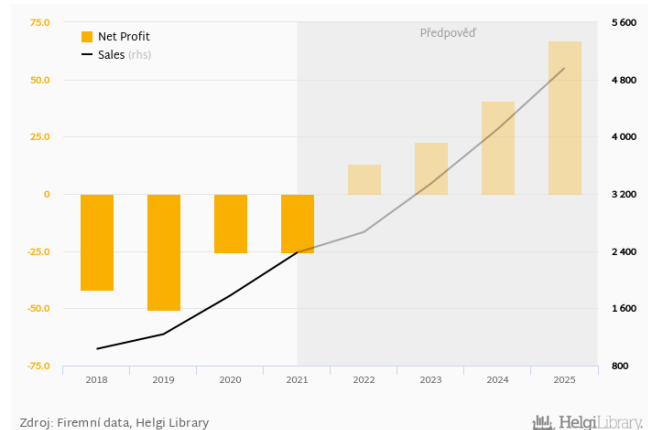
SALES GEOGRAPHY		2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Tržby (Česko)	CZK mil	856	967	1,327	1,816	2,015	2,372	2,779	3,219
Tržby (Maďarsko)	CZK mil	0	0	0	0	0	100	200	320
Tržby (Rumunsko)	CZK mil	0	19.2	45.6	69.8	122	195	299	427
Tržby (Slovensko)	CZK mil	177	234	381	462	531	677	829	995
Tržby v Česku (jako % celku)	%	82.9	78.1	74.5	76.3	75.5	70.9	67.7	64.9
Tržby v Maďarsku (jako % celku)	%	0	0	0	0	0	2.99	4.87	6.45
Tržby v Rumunsku (jako % celku)	%	0	1.55	2.56	2.93	4.58	5.84	7.28	8.61
Tržby na Slovensku (jako % celku)	%	17.1	18.9	21.4	19.4	19.9	20.2	20.2	20.1

Zdroj: Firemní data, Helgi Library

Pilulka v obrazech

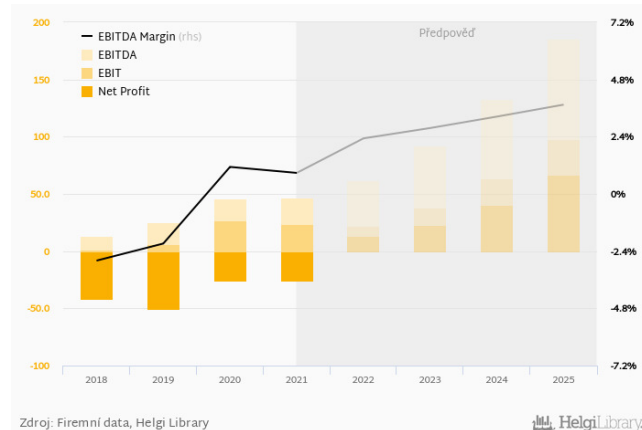
Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (CZK mil)



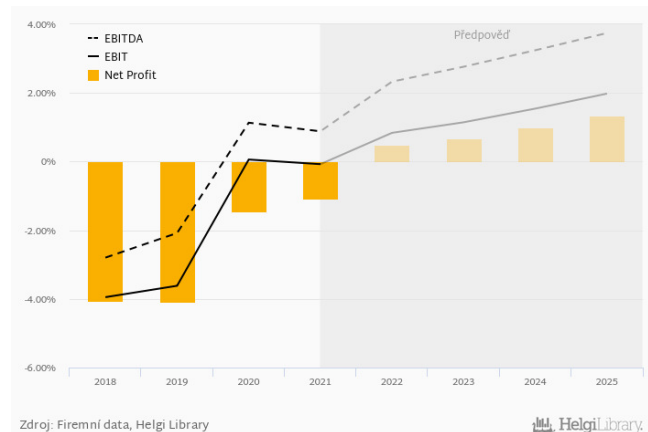
Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (CZK mil)



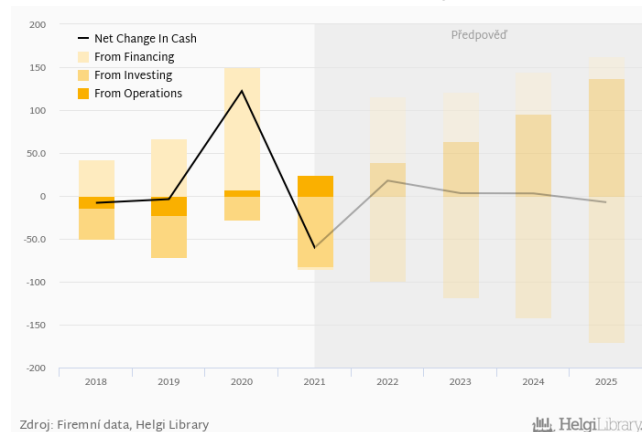
Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



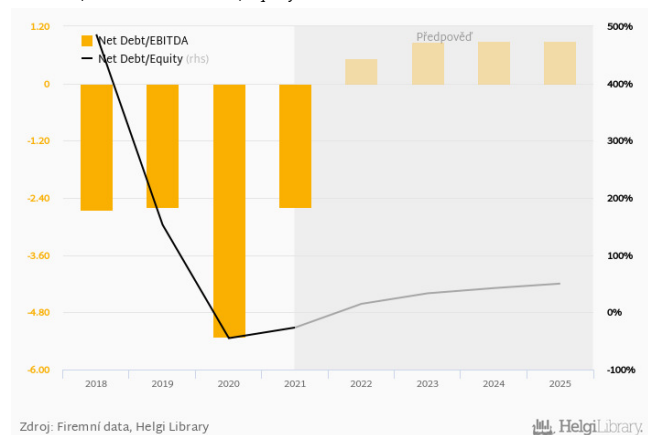
Cash Flow

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



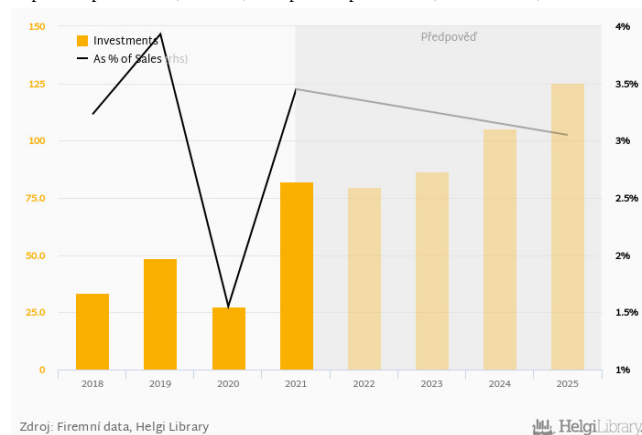
Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Investiční výdaje

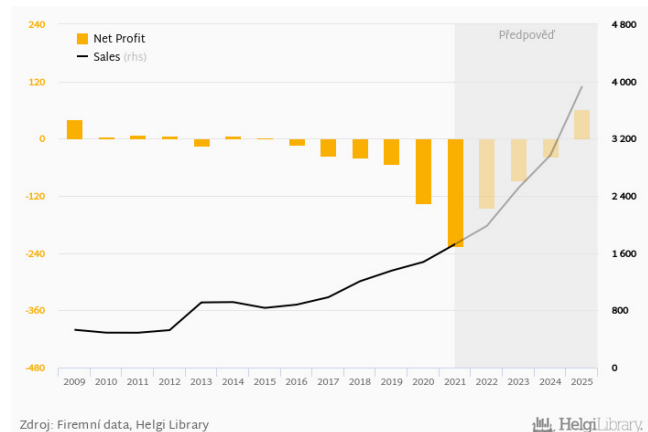
Capital Expenditure (CZK mil) & Capital Expenditure (as % of Sales)



Zur Rose

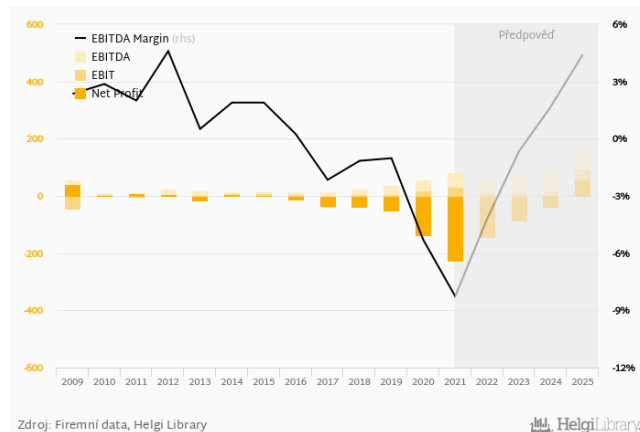
Zur Rose – Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (#NAME?)



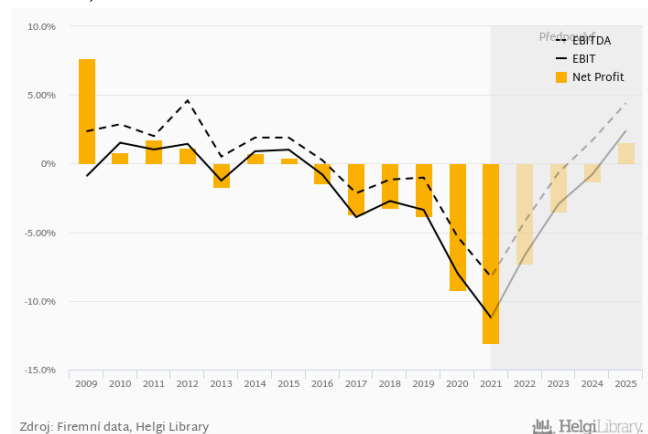
Zur Rose – Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (#NAME?)



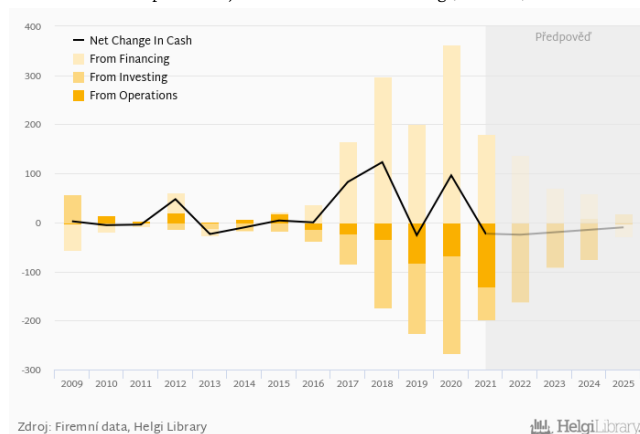
Zur Rose – Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



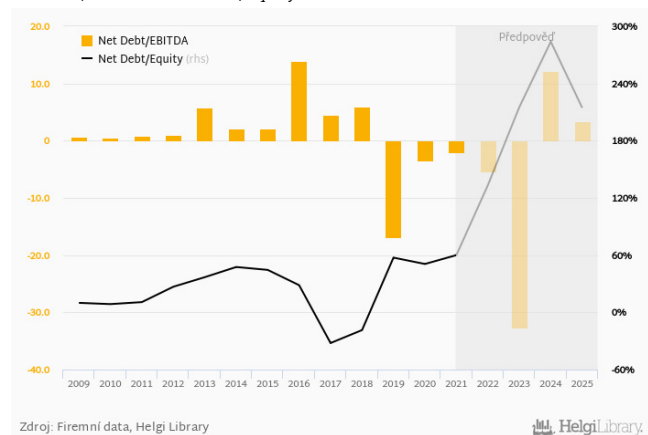
Zur Rose – Cash Flow

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



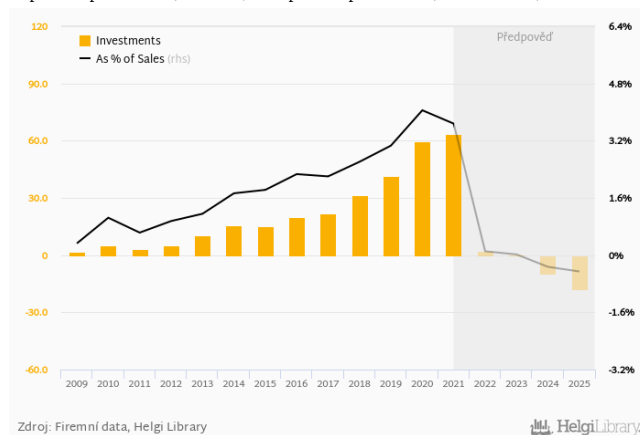
Zur Rose – Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Zur Rose – Investiční výdaje

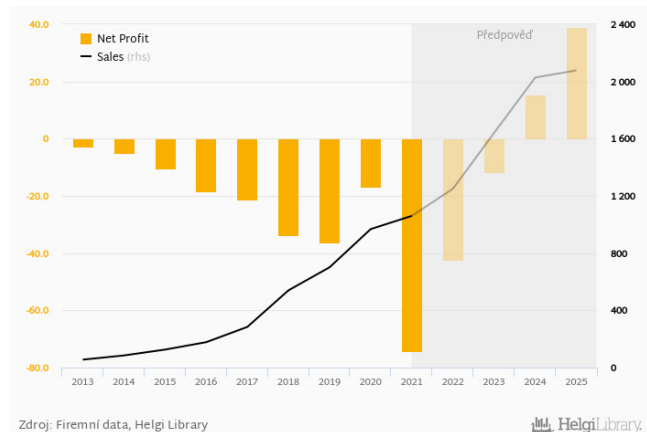
Capital Expenditure (CHF mil) & Capital Expenditure (as % of Sales)



Shop Apotheke

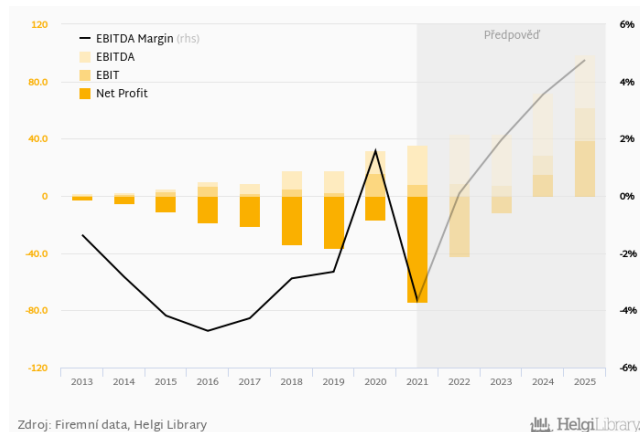
Shop Apotheke Europe – Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (EUR mil)



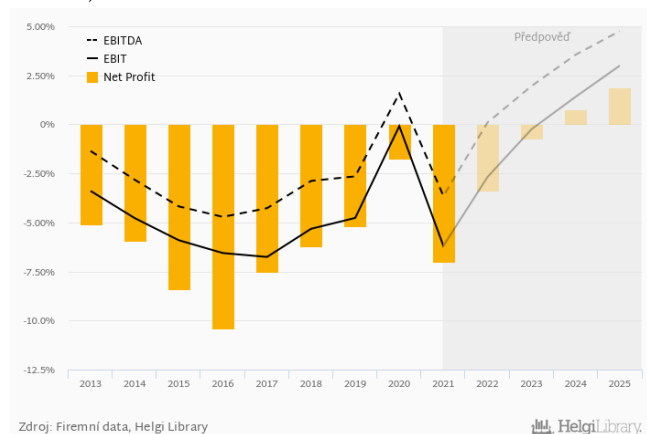
Shop Apotheke Europe – Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (EUR mil)



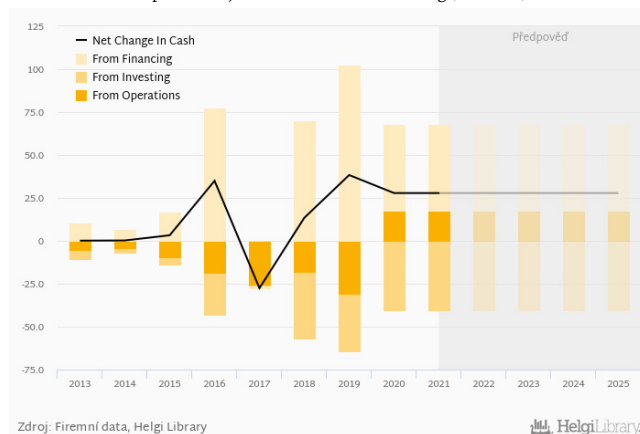
Shop Apotheke Europe – Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



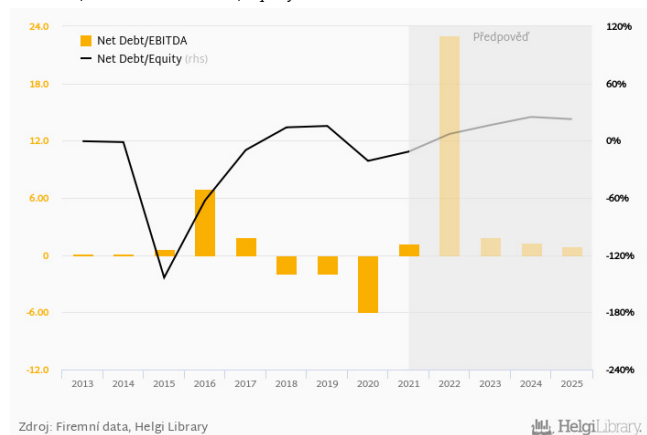
Shop Apotheke Europe – Cash Flow

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



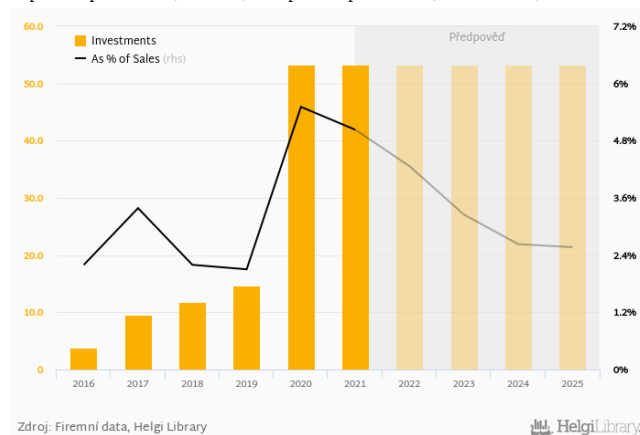
Shop Apotheke Europe – Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Shop Apotheke Europe – Investiční výdaje

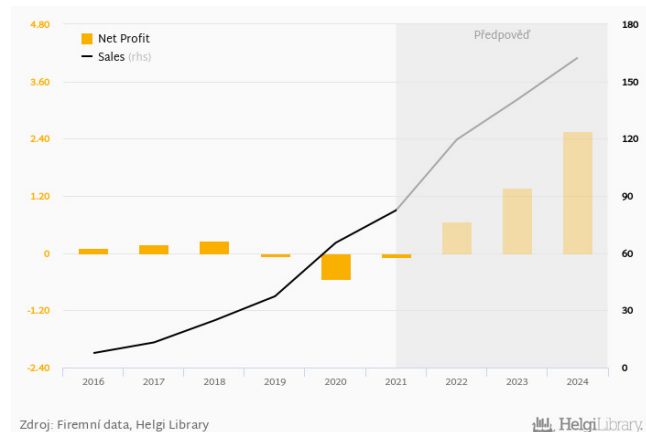
Capital Expenditure (EUR mil) & Capital Expenditure (as % of Sales)



Farmae

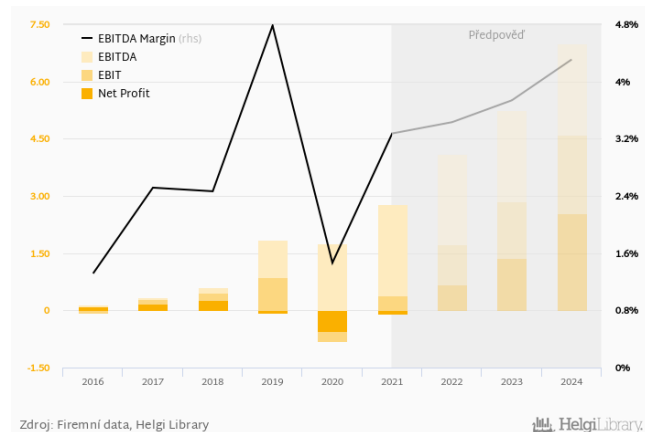
Farmae – Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (EUR mil)



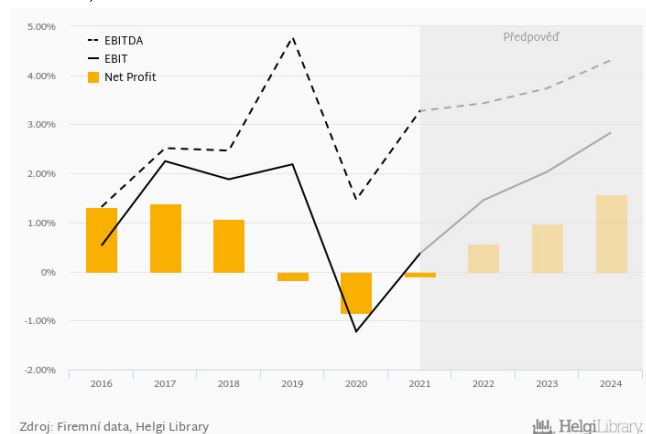
Farmae – Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (EUR mil)



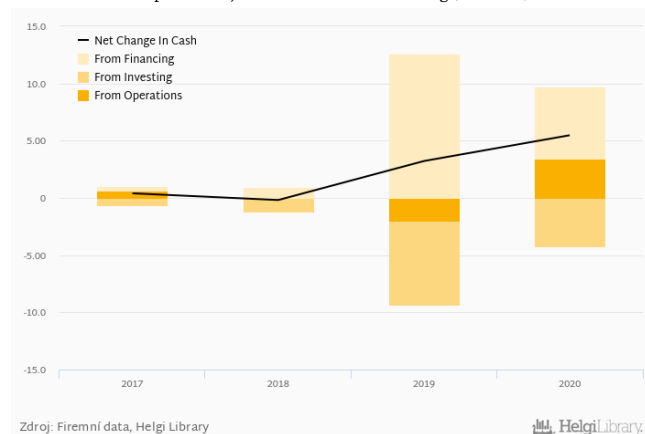
Farmae – Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



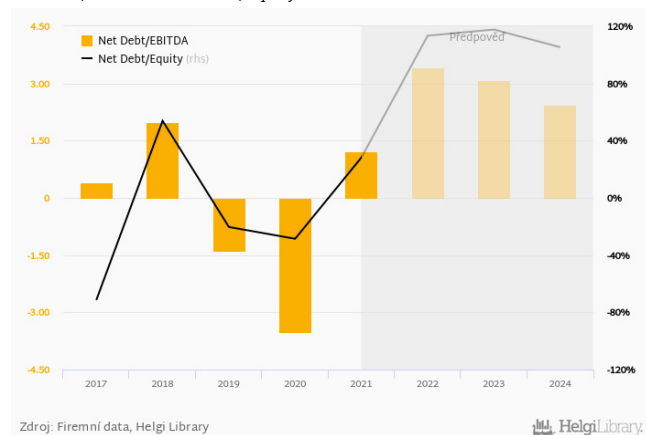
Farmae – Cash Flow

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



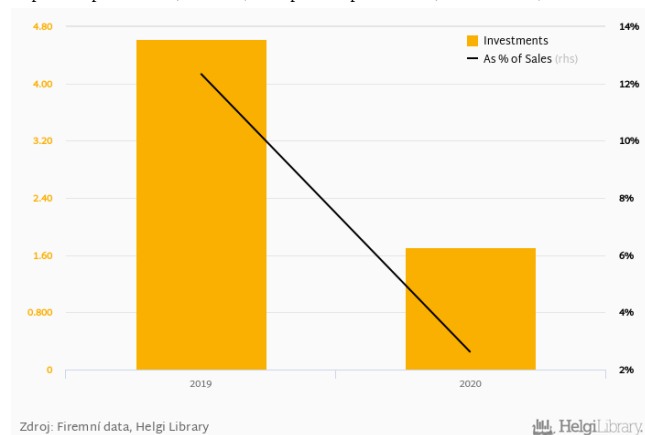
Farmae – Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Farmae – Investiční výdaje

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



ABOUT HELGI LIBRARY

Helgi Library 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 Library 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 Library
Eliášova 38
160 00 Prague 6, Czech Republic
www.helgilibrary.com

© 2022, Helgi Library 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 Library's 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.