Pilulka

Příznivý vítr v plachtách

Pilulka představuje koncept tržního disruptora, který nabízí zákazníkům možnost online nákupu lékárenského zboží. Firma čerpá ze zkušeností bratří Kasů a vytváří platformu, která obecně těží z přesunu retailu do online segmentu. Naše analýza stanovuje tržní hodnotu firmy na Kč 750 mil (tzv. pre-money equity) a předpokládá úpis nových akcií ve výši Kč 150 mil při vstupu na trh START.

- Pilulka je jedním ze tří největších lékárenských řetězců v Česku s celkovým počtem 32 vlastních a 120 franchízových poboček. Zároveň se stala v roce 2019 největším online-lékárnou v Česko-Slovensku.
- Na konci roku 2018 vstoupila Pilulka na rumunský trh a během roku 2021 plánuje expanzi do Maďarska. Celkové tržby by se měly zvýšit do roku 2024 třikrát a firma by měla být provozně zisková od 2021.
- Společnost byla založena v roce 2013 bratry Petrem a Martinem Kasou. Ti tak navázali na svůj dřívější e-shop kasa.cz, který s úspěchem prodali v roce 2009. Schopnost dynamického růstu tak má firma ve svém DNA.
- Pilulka představuje koncept tržního disruptora, který by měl nabídnout zákazníkům pohodlnější a rychlejší formu nákupu léků jak volně prodejných, tak časem i léků na předpis. Švýcarská Zur Rose a německá Shop Apotheke naznačují strategický směr firmy.
- Pandemie Covid 19 akcelerovala přesun retailu k online segmentu. To se projevilo fundamentálně ve výrazně lepším hospodaření online segmentu, tak i valuačně když se ceny akcií Zur Rose a Shop Apotheke od března 2020 zvýšily 2-3 krát.
- Srovnání s domácími a zahraničními konkurenty naznačuje ohodnocení 100% akcií společnosti před IPO na úrovni Kč 650-850 mil. Valuace Pilulky je úzce svázána se schopností pokračovat ve svém dynamickém růstu, zvládnutím expanze na nové trhy a podporou akcionářů a dodavatelů financovat tento rychlý růst.

Sektor:
Pharmacy/E-Commerce

Země:
Česká republika / CEE

Tržní kapitalizace:
Kč 750 mil (Pre-money Equity)
Kč 900 mil (Post-money Equity)*

Enterprise Value:
Kč 832 mil (2020P)

Počet aktivních klientů:
655,000 (2020P)

Počet klientů celkem:
1.5 mil (2020P)

Počet lékáren:
152 (Červen 2020)

Akcionáři (Pre-money):
Petr a Martin Kasovi (47.3%)
All-Star Holding (31%)
Ostatní (21.7%)

**Post-money valuace předpokládá navýšení kapitálu společnosti o Kč 150 mil*

HLAVNÍ UKAZATELE*

	TRŽBY	EBITDA	EBITDA MARŽE	ČISTÝ ZISK	ROCE	DLUH/EBITDA	EV/SALES	EV/EBITDA	PER
	CZK mil	CZK mil	%	CZK mil	%				
2024P	4,267	147	3.44	82.3	42.6	-0.414	0.192	5.56	11.5
2023P	3,378	93.1	2.76	41.0	26.1	-0.114	0.256	9.31	22.5
2022P	2,679	49.8	1.86	8.12	6.42	-0.198	0.324	17.4	91.1
2021P	2,150	18.1	0.842	-16.0	-15.8	-1.24	0.397	47.2	-73.4
2020P	1,717	-11.3	-0.656	-52.1	-54.6	6.01	0.472	-71.9	-18.9
2019	1,321	-36.4	-2.76	-58.5	-57.6	-1.86	0.714	-25.9	-16.9

Zdroj: Pilulka, Helgi Analytics, *Post-money equity valuace Kč 900 mil předpokládá úpis nových akcií v hodnotě Kč 150 mil

Data tells a story

JIŘÍ STANÍK
+420 608 638 222
jiri.stanik@helgilibrary.com

1 Valuace

- ✓ **Pilulka nabízí model dynamického růstu v oblasti online prodeje lékárenského zboží. Díky kanibalizaci offline segmentu, zahraniční expanzi a případné deregulaci prodeje léků na předpis může růst tržeb přesahovat 20% následujících 10 let.**
- ✓ **Pandemie Covid 19 akcelerovala přesun retailu k online segmentu, což se týká i Pilulky – fundamentálně i valuačně. Následujícící měsíce ukážou, nakolik je tato změna krátkodobá či strukturální.**
- ✓ **Pilulka by měla začít generovat provozní zisk v roce 2021 a čistý zisk o rok později. Uvedení firmy na burzu a posílení kapitálu výrazně sníží závislost růstu na externím financování dodavateli.**
- ✓ **Srovnání s konkurečními firmami a valuační modely naznačují férovou hodnotu společnosti okolo Kč 500-1,500 mil, detailnější valuace pak zužují toto rozmezí na Kč 650-850 mil.**
- ✓ **Férovou hodnotu 100% společnosti (pre-money equity) stanovujeme ke konci roku 2020 na Kč 750 mil. S předpokládaným upsáním nových akcií ve výši Kč 150 mil pak vidíme budoucí tržní kapitalizaci firmy okolo Kč 900 mil.**

1.1 Shrnutí

Pilulka měla na konci roku 2019 vlastní jmění ve výši Kč 35 mil, čistý dluh zhruba Kč 68 mil a čistý pracovní kapitál dosahoval výše Kč 19 mil. Od začátku svého vzniku byla firma navíc ztrátová. Jinými slovy, tradiční valuační pohled na základě stávajících čísel by indikoval tržní hodnotu firmy maximálně v desítkách miliónů korun.

Pokud se ale podíváme na dynamiku růstu tržeb, nárůst počtu zákazníků, zlepšující se ziskovost, popřípadě na plány a dílčí výsledky zahraniční expanze, je jasné, že Pilulka nabízí něco mnohem víc:

FINANČNÍ SHRNUTÍ		2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
TRŽBY	*CZK mil*	1,033	1,321	1,717	2,150	2,679	3,378	4,267
EBITDA	*CZK mil*	-28.9	-36.4	-11.3	18.1	49.8	93.1	147.0
ČISTÝ ZISK	*CZK mil*	-41.9	-58.5	-52.1	-16.0	8.1	41.0	82.3
ČISTÝ DLUH	*CZK mil*	76.2	67.8	-67.7	-22.5	-9.9	-10.6	-60.8
PRACOVNÍ KAPITÁL	*CZK mil*	31.0	18.6	-33.9	-19.9	-15.3	4.0	18.8
VLASTNÍ JMĚNÍ*	*CZK mil*	15.8	35.3	137.6	179.3	185.8	221.7	295.1

Zdroj: Společnost, Helgi Analytics, * Vlastní jmění po očištění o 30% podíl v rumunském JV

Pilulka nabízí disrupci tradičního modelu distribuce léků směrem k online distribuci. Deregulace trhů v západní Evropě či USA naznačují možný trend i u nás, i když to může trvat ještě několik let, než si budeme moct koupit léky na předpis online.

Pandemie Covid 19, uzavření ekonomiky a přesun retailu do online segmentu navíc celý proces výrazně urychluje. Nejedná se jen o krátkodobé relativní zlepšení hospodaření online firem (včetně Pilulky), ale potenciálně o strukturální změnu v celé

řadě odvětví.

Srovnání s podobně zaměřenými zahraničními společnostmi pak naznačují, že investoři rádi prominou i několikaletou ztrátovost, pokud věří, že business model společnosti nabízí konkurenční výhodu. A nemusí to být zrovna Tesla, či Amazon.

Akcie dvou největších evropských hráčů v oboru online pharmacy (švýcarské Zur Rose a německé Shop Apotheke Europe) se například od března zhodnotily 2-3 násobně, i když jsou obě společnosti stále hluboce ztrátové. To může demonstrovat nejen krátkodobou náladu na akciovém trhu, ale i zlepšený dlouhodobý výhled fundamentu těchto firem.

Ztrátovost, silný růst a pozitivní sentiment jsou bohužel špatné ingredience pro ohodnocení firmy. A relativně slabá rozvaha Pilulky a kombinace offline a online segmentu bohužel dělá tento mix ještě složitější. Výsledkem je, že:

- Valuace Pilulky na základě tradičních násobků zisku očekávaných v nejbližších letech (ať už je to PE nebo EV/EBITDA) nebo účetní hodnoty (PBV) nedávají moc smysl, protože nemohou zobrazit dlouhodobý potenciál firmy.
- Srovnání s konkurenty nabízí příliš široký valuační rozptyl a dlouhodobé diskontované modely jsou velmi citlivé na použité vstupy
- Oblíbená valuace založená na bázi EV/Sales může být velmi zavádějící, pokud se neshodneme na tom, jak bude business model firmy v budoucnu ziskový. Jinými slovy, je rozdíl jestli hodnotíme tradiční pomalu rostoucí off-line lékárenský business s 30% hrubou marží nebo online start-up s odlišnou strukturou tržeb a průměrnou hrubou marží okolo 25%.

Kdybychom to zjednodušili, hodnota Pilulky by „měla“ být schovaná v odpovědích na následující tři otázky:

- **Kolik vygeneruje společnost tržeb v následujících 5-10 letech, tj. nakolik je její business model opravdu disruptivní?**
- **Jak rychle se bude zlepšovat EBITDA marže firmy při tak dynamickém nárůstu tržeb?**
- **Jak bude tento rychlý růst financován?**

Všechny tři tyto otázky budeme detailněji diskutovat ve finanční části reportu, nicméně business plán firmy a finanční výhledy nabízejí konkrétní vstupy pro valuaci firmy:

- Management plánuje dosáhnout Kč 4.3 mld konsolidovaných tržeb v roce 2024, tj. 26% průměrný roční růst oproti roku 2019
- Management operuje s 25-30% hrubou marží a předpokládanou EBITDA marží ve výši 3.4% v roce 2024
- Většina nově generovaného růstu by měla být pokryta z pracovního kapitálu, tedy

za pomoci dodavatelů. Vstup na burzu však rozšiřuje managementu možnosti a nabízí potenciální "B" plán.

S ohledem na podobu současných finančních výkazů, valuace firmy tedy stojí plně na dynamice a kvalitě (ziskovosti) výnosů, které firma bude schopna vygenerovat v následujících letech. Způsob financování pak přímo ovlivňuje hodnotu firmy skrze velikost vlastního kapitálu či dluhu, pokud financování růstu pouze přes pracovní kapitál nebude udržitelné.

Pro lepší představu zkusíme stanovit hodnotu firmy pomocí diskontovaných finančních toků (DCF model) a pokusíme se určit valuaci porovnáním násobků zisků u srovnatelných firem z oboru (komparativní valuace).

1.2 Diskontované cash flow

Valuační model diskontovaných volných finančních toků (tzv. discounted free cash flow model) nám naznačuje tržní hodnotu 100% společnosti (tzv. pre-money equity) ve výši okolo Kč 750 mil ke konci roku 2020. Jinými slovy, hodnotu firmy před předpokládaným navýšením kapitálu v rámci procesu IPO.

Tento valuační model je obecně velmi citlivý na parametry, které se použijí pro výpočet cílové hodnoty. Zejména pak na to, jaké se použijí odhady růstu, nebo úrokové sazby pro období, pro které už nemáme detailní výhled hospodaření. Změna výhledu růstu o 1% pro období po 2030 nám například v našem případě změní hodnotu firmy o Kč 164 mil, neboli o 22%.

To platí dvojnásob pro firmu jakou je Pilulka, kdy je většina hodnoty firmy odvozena od budoucích výnosů a zisků (75% po roce 2030). Můžeme jej však dobře využít pro modulaci 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:

- ✓ **Růst volného cash flow ze Kč 7 mil v roce 2020 až na Kč 47 mil v roce 2024. Pro období 2024-2030 počítáme s průměrným růstem téměř 11% za rok a po roce 2030 s 3% tempem růstu volného cash flow.**
- ✓ **Průměrný náklad na kapitál (WACC) ve výši 8.6% pro 2020-2030 (a 7.8% poté) jako výsledek poměru 10% nákladů na vlastní kapitál (9.0% po roce 2030) a 5.00% pro cizí dluh**
- ✓ **Stabilní podíl vlastního kapitálu okolo 70%**

Naše valuace vychází z finančního plánu firmy, který upravujeme o i) předpokládané navýšení hotovosti o Kč 150 mil z plánovaného IPO, ii) očištění 30% minoritního podílu v rumunské dceřinné firmě a iii) konzervativnější výhled obrátky peněz společnosti o 1.5 dne, což si vyžádá dodatečných Kč 142 mil pracovního kapitálu do roku 2030, oproti původnímu plánu firmy.

Valuační model naznačuje cílovou cenu za 100% akcií firmy (tzv. pre-money equity) před vstupem na burzu ke konci roku 2020 ve výši Kč 750 mil. Za předpokladu upsání nových akcií ve výši Kč 150 mil, budoucí tržní kapitalizace firmy by dosáhla Kč 900 mil:

DISKONTOVANÉ VOLNÉ FINANČNÍ TOKY		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2030
STRUKTURA VOLNÝCH FINANČNÍCH TOKŮ													
TRŽBY	CZK	1,717	2,150	2,679	3,378	4,267	5,304	6,458	7,702	9,030	10,389	11,712	
EBIT	CZK	-48.4	-13.6	11.0	44.6	86.6	121.1	157.8	197.8	240.7	285.6	330.8	
- Daň ze zisku	CZK	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	-11.5	-19.3	-29.4	-42.0	-48.8	
+ Odpisy	CZK	37.1	31.7	38.7	48.4	60.4	61.5	65.1	70.8	78.2	86.9	96.5	
+/- Změna pracovního kapitálu	CZK	47.3	-20.6	-12.6	-29.4	-28.3	-54.4	-60.2	-78.2	-97.8	-117.5	-135.2	
- Kapitálové výdaje	CZK	-28.8	-46.4	-54.2	-64.2	-68.2	-66.1	-79.5	-93.5	-107.7	-121.7	-134.9	
- 30% podíl v Rumunském JV	CZK	0.0	3.8	1.8	-1.0	-3.9	-4.9	-6.9	-9.4	-12.5	-15.9	-19.4	
Volné finanční toky projektu	CZK	**7.2**	**-45.1**	**-15.2**	**-1.5**	**46.6**	**56.1**	**64.9**	**68.2**	**71.5**	**75.3**	**89.1**	**1,537**
NÁKLADY NA KAPITÁL	%	**8.48%**	**8.29%**	**8.11%**	**8.08%**	**8.25%**	**8.56%**	**8.71%**	**8.84%**	**8.97%**	**9.07%**	**9.16%**	**7.80%**
Náklady vlastního kapitálu		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%
Náklady cizího kapitálu		5.48%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Vlastní kapitál (% celkem)		66.4%	65.7%	62.1%	61.7%	64.9%	71.2%	74.1%	76.9%	79.3%	81.4%	83.2%	70.0%
Míra růstu		...	-724.0%	-66.2%	-89.9%	-3123.4%	20.3%	15.7%	5.1%	4.8%	5.4%	18.3%	**3.00%**
Kumulativní diskontní faktor			92.3%	85.4%	79.0%	73.0%	67.3%	61.9%	56.8%	52.2%	47.8%	43.8%	**40.6%**
Diskontované volné finanční toky	CZK		-42	-13	-1	34	38	40	39	37	36	39	**625**
Kumulované diskontované volné finanční toky	CZK		-42	-55	-56	-22	16	56	95	132	168	207	**832**

ENTERPRISE VALUE (2020)	CZK	**832.0**
Čistý dluh (2020 Pre-money)*	CZK	**82.3**
Výnosy z IPO*	CZK	**150.0**
100% podílu ve společnosti (Post-money equity)	CZK	**899.8**
100% podílu ve společnosti (Pre-money equity)	CZK	**749.8**

Zdroj: Společnost, Helgi Analytics, *Předpoklad Kč 150 mil hrubých výnosů z IPO

Jak už jsme zmínili výše, valuační model je extrémně citlivý na použité vstupy. Každé snížení růstu volného cash flow či zvýšení nákladů na kapitál o 0.5% po roce 2030 například snižuje hodnotu firmy o zhruba Kč 60-80 mil, neboli o 8-10%. Zvýšení terminálního růstu volného cash flow po roce 2030 z původních 3% na 4.5% ročně nám například zvýší hodnotu akcií firmy až na Kč 1,034 mil, naproti tomu náklady na kapitál ve výši 9.3% by snížily potenciální valuaci až na Kč 595 mil:

CITLIVOSTNÍ ANALÝZA								
RŮST PO 2030 / NÁKLADY NA KAPITÁL		**6.3%**	**6.8%**	**7.3%**	**7.8%**	**8.3%**	**8.8%**	**9.3%**
1.5%	CZK	758.6	696.1	644.5	601.0	564.0	532.0	504.2
2.0%	CZK	832.3	755.6	693.5	642.0	598.8	561.9	530.1
2.5%	CZK	925.4	829.0	**752.7**	**690.8**	**639.7**	596.6	559.9
3.0%	CZK	1,046.6	921.6	**825.7**	**749.8**	**688.2**	637.3	594.5
3.5%	CZK	1,211.2	1,042.3	**917.9**	**822.4**	**746.9**	685.6	634.9
4.0%	CZK	1,447.4	1,206.2	1,038.1	914.2	819.2	744.0	683.1
4.5%	CZK	1,814.8	1,441.2	1,201.1	1,033.8	910.6	816.0	741.2

Zdroj: Společnost, Helgi Analytics, Valuace odpovídá pre-money equity, tj. hodnotě 100% akcií před zamýšleným vstupem na burzu

1.3 Komparativní valuace

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 (Apotea).

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

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 8 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		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
TRŽBY	CHF mil	982.9	1,207.1	1,355.5	1,611.6	2,134.7	2,803.6
EBITDA	CHF mil	-21.2	-14.0	-13.8	-2.0	36.8	126.4
EBIT	CHF mil	-38.3	-32.9	-45.7	-1.3	39.8	91.4
ÚROKY	CHF mil	2.3	1.7	4.4	...	...	...
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	CHF mil	-36.5	-38.5	-50.1	-47.4	-14.3	66.6
ČISTÝ ZISK	CHF mil	-36.2	-39.0	-52.4	-49.1	-23.3	37.0

UKAZATELE		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	%	-18.2%	-10.6%	-12.3%	...	...	...
ROCE	%	-17.8%	-12.1%	-9.9%	...	...	...
EBITDA MARŽE	%	-2.2%	-1.2%	-1.0%	-0.1%	1.7%	4.5%
EBIT MARŽE	%	-3.9%	-2.7%	-3.4%	-0.1%	1.9%	3.3%
ČISTÁ MARŽE	%	-3.7%	-3.2%	-3.9%	-3.0%	-1.1%	1.3%
DLUH / EBITDA		4.5	5.9	-16.8	-150.6	9.8	2.9
DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	-32.2%	-18.6%	57.4%	...	...	...
NÁKLADY NA DLUH	%	6.7%	2.1%	1.5%	...	...	...

ROZVAHA		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
AKTIVA	CHF mil	461.8	726.5	991.7	...	...	...
FIXNÍ AKTIVA	CHF mil	29.7	34.3	77.1	...	...	...
OBĚŽNÁ AKTIVA	CHF mil	273.5	416.7	428.1	...	...	...
PRACOVNÍ KAPITÁL	CHF mil	68.0	78.6	105.2	...	...	...
VLASTNÍ JMĚNÍ	CHF mil	294.2	443.6	405.5	...	...	...
ČISTÝ DLUH	CHF mil	-94.7	-82.6	232.7	301.2	359.6	370.3

VALUACE		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	832	758	961	2,590	2,590	2,590
ENTERPRICE VALUE	USD mil	735	674	1,202	2,849	2,925	2,990
CENA AKCIE	CHF	131	90	107	243	243	243
EV/EBITDA		-34.6	-47.2	-84.8	n.m.	80.1	23.4
EV/SALES		0.7	0.5	0.9	1.8	1.4	1.1
EV/SALES*		2.9	2.4	2.1	1.8	1.4	1.1
P/E		-18.9	-14.6	-17.7	-52.7	-111.0	70.1
P/BV		2.3	1.3	2.3	...	...	...

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *Použita současná tžní cena akcie CHF 243 (jinak cena ke konci roku)

Shop Apotheke

Shop Apotheke Europe je v Holandsku registrovaná ale převážně německá společnost, která se zabývá distribucí pharmaceutických 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		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
TRŽBY	EUR mil	284.0	539.7	701.0	894.8	1,121	1,532
EBITDA	EUR mil	-12.1	-15.6	-18.6	10.2	22.2	43.4
EBIT	EUR mil	-19.2	-28.7	-33.4	-9.3	2.0	19.7
ÚROKY	EUR mil	2.2	6.2	10.2	...	...	...
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	EUR mil	-21.4	-34.6	-42.2	-17.5	-7.9	6.5
ČISTÝ ZISK	EUR mil	-21.4	-33.6	-36.3	-17.7	-6.4	5.7

ROZVAHA		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
AKTIVA	EUR mil	297.8	349.9	428.0	...	...	...
FIXNÍ AKTIVA	EUR mil	8.3	11.9	13.2	...	...	...
OBĚŽNÁ AKTIVA	EUR mil	95.4	135.7	210.8	...	...	...
PRACOVNÍ KAPITÁL	EUR mil	37.4	39.3	52.0	...	...	...
VLASTNÍ JMĚNÍ	EUR mil	239.0	214.0	232.8	...	...	...
ČISTÝ DLUH	EUR mil	-23.4	29.9	36.0	30.1	56.3	75.8

UKAZATELE		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	%	-12.9%	-14.8%	-16.2%	...	...	...
ROCE	%	-15.3%	-13.6%	-13.9%	...	...	...
EBITDA MARŽE	%	-4.3%	-2.9%	-2.7%	1.1%	2.0%	2.8%
EBIT MARŽE	%	-6.8%	-5.3%	-4.8%	-1.0%	0.2%	1.3%
ČISTÁ MARŽE	%	-7.5%	-6.2%	-5.2%	-2.0%	-0.6%	0.4%
DLUH / EBITDA		1.9	-1.9	-1.9	2.9	2.5	1.7
DLUH / VLASTNÍ JMĚNÍ	%	-9.8%	14.0%	15.5%	...	...	...
NÁKLADY NA DLUH	%	...	13.3%	8.6%	...	...	...

VALUACE		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
TRŽNÍ KAPITALIZACE	USD mil	670	519	638	2,430	2,430	2,430
ENTERPRICE VALUE	USD mil	642	553	678	2,465	2,496	2,519
CENA AKCIE	EUR	46	38	44	158	158	158
EV/EBITDA		-47.1	-30.3	-32.2	240.2	112.1	57.8
EV/SALES		2.0	0.9	0.9	2.7	2.2	1.6
EV/SALES*		8.7	4.6	3.5	2.7	2.2	1.6
P/E		-20.6	-13.5	-15.6	-137.4	-378.7	427.3
P/BV		1.8	2.1	2.4	...	...	...

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *Použita současná tžní cena akcie EUR 158 (jinak cena ke konci roku)

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).

Níže prezentované srovnání ziskovosti zároveň ukazuje výrazný rozdíl v potenciální valuaci Pilulky na základě toho, s jakým business modelem bude poměřována, proto ukazujeme potenciální hodnotu Pilulky odvozenou od obou skupin.

Porovnání s Zur Rose a Shop Apotheke je na první pohled to nejlogičtější. Všechny tři firmy dosahují většinu tržeb v online segmentu, jsou ztrátové a první provozní zisky by měly vykázat až v letech 2021 a na úrovni čistého zisku je to pak ještě o rok později.

Zároveň je to porovnání velmi lákavé, neboť implikuje potenciální valuaci Pilulky výrazně převyšující miliardu korun:

EV to EBITDA	Cena Akcie	Tržní kpt.	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
	(LCR)	USD mil								
Zur Rose	242.9	2,846	165.0	-34.6	-47.2	-84.8	n.m.	80.1	23.4	19.4
Shop Apotheke Europe	157.6	2,859	-21.9	-47.1	-30.3	-32.2	240.2	112.1	57.8	...
ICA Gruppen	430.0	9,989	10.0	10.0	8.1	9.9	10.1	10.1	9.9	...
CVS HEALTH	63.5	82,060	8.4	8.2	22.5	9.3	7.8	7.2	6.5	6.6
Walgreens Boots	39.3	35,320	10.8	13.5	10.0	11.9	9.9	6.9	6.8	7.5
McKesson Europe	26.1	6,235	165.0	-34.6	-47.2	-84.8	...	...	...	...
PRŮMĚR (ICA, CVS a Boots)			**9.7**	**10.6**	**13.6**	**10.4**	**9.3**	**8.0**	**7.8**	**7.0**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY (SROVNÁNÍ S ZUR ROSE A SHOP APOTHEKE)*					**Neg.**	**Neg.**	**Neg.**	**1,414**	**1,626**	**1,454**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY (SROVNÁNÍ S ICA, CVS a Boots)*					**Neg.**	**Neg.**	**Neg.**	**139**	**318**	**534**

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *20% diskont k průměru, Ceny akcií z 27. srpna, 2020

Zásadním argumentem proti rychlému přebírání takto vysokých valuačních násobků 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 off-line segment a dosahovat rychlejšího a ziskovějšího růstu ve srovnání s Pilulkou.
- ✓ Obě západoevropské firmy se také snaží agresívně 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 desítce evropských zemích a vybudovaly základnu 8 a 5 miliónu 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 (více na straně 26):

Srovnání s tradičními hráči obchodujícími se na podstatně nižších násobcích zisku naznačuje výrazně menší valuaci než u online segmentu. K částce Kč 900 mil implikovanou DCF modelem se dostaneme až na základě zisku očekávaného po roce 2023:

P/E RATIO (PRICE TO EARNINGS)	Cena Akcie	Tržní kpt.	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
	(LCR)	USD mil								
Zur Rose	242.9	2,846	-21.0	-18.9	-14.6	-17.7	-52.7	-111.0	70.1	34.1
Shop Apotheke Europe	157.6	2,859	-8.8	-20.6	-13.5	-15.6	-137.4	-378.7	427.3	44.3
ICA Gruppen	430.0	9,989	14.5	13.4	17.4	25.3	20.8	21.0	20.6	20.0
CVS HEALTH	63.5	82,060	14.4	10.3	-108.6	14.3	10.9	10.1	9.1	8.3
Walgreens Boots	39.3	35,320	19.1	19.9	12.8	11.6	53.8	9.0	8.9	8.8
McKesson Europe (Celesio)	26.1	6,235	-21.0	-18.9	-14.6	-17.7	...	...	...	...
PRŮMĚR (ICA, CVS a Boots)	**...**	**...**	**16.0**	**14.5**	**-26.1**	**17.0**	**28.5**	**13.4**	**12.9**	**12.3**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY (SROVNÁNÍ S ZUR ROSE A SHOP APOTHEKE)*					**Neg.**	**Neg.**	**Neg.**	**Neg.**	**1,616**	**1,285**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY (SROVNÁNÍ S ICA, CVS a Boots)*					**Neg.**	**Neg.**	**Neg.**	**Neg.**	**84**	**405**

Zdroj: Bloomberg, Společnosti, Helgi Analytics, Ceny akcií z 27. srpna, 2020

Často používaným ukazatelem (zejména pak u ztrátových firem) je násobek tržeb, ať už ve srovnání s tržní kapitalizací (P/Sales) či enterprise value (EV/EBITDA). Dynamický růst je jednou z hlavních předností Pilulky (respektive bratrů Petra a Martina Kasy) a valuace firmy na základě násobku tržeb ukazuje na potenciální valuaci ve výši Kč 1-3 mld:

EV/SALES (ENTERPRICE VALUE TO SALES)	Cena Akcie	Tržní kpt.	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
	(LCR)	USD mil								
Zur Rose	242.9	2,846	0.40	0.74	0.55	0.87	1.79	1.38	1.06	1.07
Shop Apotheke Europe	157.6	2,859	1.03	2.01	0.87	0.85	2.75	2.22	1.64	...
ICA Gruppen	430.0	9,989	0.58	0.61	0.69	0.84	0.88	0.87	0.84	...
CVS HEALTH	63.5	82,060	0.61	0.53	0.78	0.69	0.52	0.47	0.44	0.42
Walgreens Boots	39.3	35,320	0.83	0.79	0.60	0.63	0.37	0.35	0.34	0.35
McKesson Europe (Celesio)	26.1	6,235	0.40	0.74	0.55	0.87	...	...	...	...
PRŮMĚR	**...**	**...**	**0.64**	**0.91**	**0.67**	**0.79**	**1.26**	**1.06**	**0.86**	**0.61**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY (SROVNÁNÍ S ZUR ROSE A SHOP APOTHEKE)*					**511**	**841**	**3,189**	**3,119**	**2,894**	**2,891**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY (SROVNÁNÍ S ICA, CVS a Boots)*					**493**	**694**	**875**	**993**	**1,165**	**1,060**

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *20% diskont k průměru, Ceny akcií z 27. srpna, 2020, Výpočet EV i Sales předpokládá 100% podíl v rumunském JV

Výše zobrazená tabulka také naznačuje fenomén, který nemohl být úplně patrný na dvou předchozích srovnáních – rostoucí rozdíl ve valuacích mezi offline a online segmentem s nástupem pandemie Covid 19 na konci prvního čtvrtletí 2020.

I když trendy preferující obecně online segment byly v nejrůznějších oblastech našeho života patrné už nějakou dobu, Pandemie Covid 19 a uzavření části offline ekonomiky a retailu přispěly k akceleraci tímto směrem.

Pro Pilulku to znamenalo v první polovině roku vylepšení tržeb o několik set miliónů korun. Akcionáři Zur Rose se navíc mohli radovat ze zdvojnásobení ceny svých akcií, cena akcií Shop Apotheke se dokonce zvýšila od března 2020 trojnásobně:

Hlavní otázkou zůstává, nakolik je tato změna trendu pouze krátkodobá, či zda-li nedochází ke strukturální a dlouhodobé změně business modelu jednotlivých oblastí našeho života.

1.4 Valuační násobky

Obě výše zmíněné valuační metody poskytují cenný náhled na potenciální hodnotu firmy, nicméně obě je nutné brát s jistou rezervou, což platí dvojnásob pro případ zatím ještě ztrátové Pilulky.

Důležitou a možná nejjednodušší metodou, jak "zkontrolovat" či stanovit potenciální hodnotu firmy jsou individuální valuační násobky zisku ať už je to na úrovni čistého zisku (Price to Earnings) a provozního zisku před odpisy (EV/EBITDA).

Pokud bychom se podívali na firmy obchodované na pražské burze, vidíme, že se obchodují zhruba na úrovni 8x EBITDA a 13x násobku čistého zisku očekávaných v letech 2021-2022 (roky 2023-2024 jsme dopočítali s předpokladem 5% průměrného růstu zisků). Pokud pak vynecháme valuačně vyjímečný Avast, dostaneme se na násobky zisku 6.5x a 10.8x:

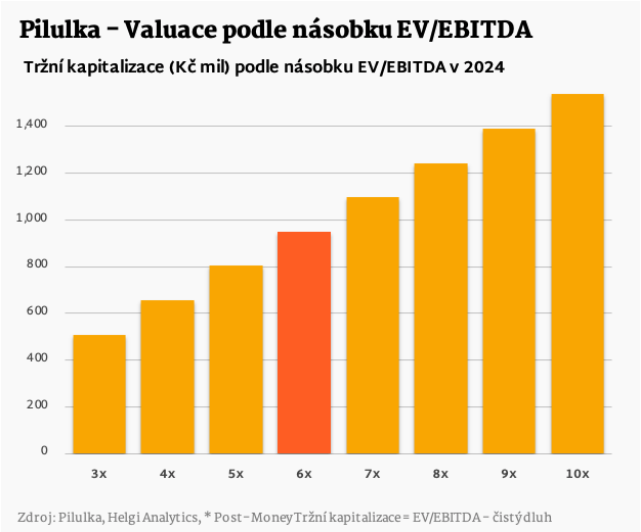
SROVNÁNÍ S ČESKÝMI AKCIEMI (PX)	EV / EBITDA					Price to Earnings (PER)				
	2020	2021	2022	2023**	2024**	2020	2021	2022	2023**	2024**
ČEZ	5.35	5.50	5.48	5.21	4.95	11.4	12.1	11.8	11.5	11.1
O2 Česká Republika	6.79	6.82	6.95	6.60	6.27	12.6	13.8	11.9	11.5	11.2
Avast	16.40	15.31	14.45	13.73	13.04	22.1	20.6	19.1	18.6	18.0
KOFOLA	7.47	7.09	7.04	6.69	6.35	16.7	15.0	15.6	15.1	14.6
Stock Spirit Group	8.41	7.87	7.53	7.15	6.80	13.0	12.2	11.7	11.4	11.0
Philip Morris CR	5.68	5.25	5.11	4.85	4.61	9.7	9.0	8.8	8.5	8.2
Erste Bank Group	...	...	...	...	...	13.9	10.3	7.5	7.3	7.0
Komerční Banka	...	...	...	...	...	12.9	11.6	9.3	9.0	8.8
Moneta Bank	...	...	...	...	...	13.9	11.6	8.2	7.9	7.7
Vienna Insurance Group	...	...	...	...	...	9.1	7.5	7.1	6.9	6.7
JEDNODUCHÝ PRŮMĚR (VŠE)	**8.4**	**8.0**	**7.8**	**7.4**	**7.0**	**13.5**	**12.4**	**11.1**	**10.8**	**10.4**
JEDNODUCHÝ PRŮMĚR (MIMO AVAST)	**6.7**	**6.5**	**6.4**	**6.1**	**5.8**	**12.6**	**11.4**	**10.2**	**9.9**	**9.6**
IMPLIKOVANÁ POST-MONEY TRŽNÍ KAPITALIZACE PILULKY*	**Neg.**	**138**	**319**	**559**	**884**	**-516**	**-121**	**88**	**344**	**654**

Zdroj: Bloomberg, Helgi Analytics, *20% diskont k průměru, **pro roky 2023-2024 předpokládáme pro celý trh 5% růst zisků

Srovnání s českými akciemi ukazuje tedy podobný obrázek, jako u výše prezentované komparativní analýzy sektoru. Valuace Pilulky se přibližuje hodnotě diskontovaného modelu až v letech 2023-2024 na základě násobků zisků EBITDA a u násobku čistého zisku ještě o rok později (při aplikaci 20% diskontu oproti průměru trhu).

Pokud bychom měli "ukotvit" valuaci Pilulky na jednom čísle, nabízí se 6x násobek zisku EBITDA a 9x násobek zisku očekávaného v roce 2024, což by mělo zohledňovat jak diskont oproti trhu, tak i předpokládané dynamické navýšení ziskovosti firmy. To by nám implikovalo post-money tržní kapitalizaci ve výši Kč 950 mil na bázi EV/EBITDA a Kč 705 mil na základě PER.

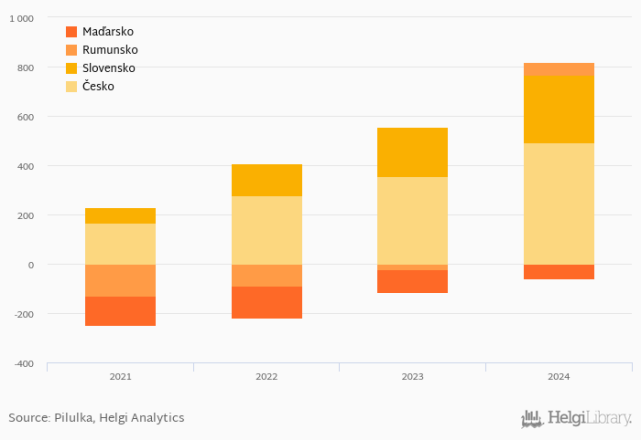
Při zvýšení očekávaného násobku na 7x EBITDA v roce 2024 už bychom dostali současnou valuaci o 15% vyšší, tedy zhruba Kč 1,097 mil:



Pokud bychom aplikovali výše zmíněnou valuaci společnosti na základě 6x násobku provozního zisku na jednotlivé země, ve kterých chce Pilulka v následujících letech působit, český business by tvořil zhruba 65% hodnoty firmy na základě ziskovosti očekávané v roce 2024 zatímco slovenský více než třetinu celku. Rumunsko by se podílelo v roce 2024 na celkové hodnotě jen zhruba Kč 50 mil (neboli 7%) a maďarský příspěvek by byl ještě záporný díky očekávané ztrátovosti firmy:

Potenciální valuace dle zemí

Tržní kapitalizace (CZK mil)



1.5 Stanovení férové ceny

S přihlédnutí k výše zmíněným postupům stanovujeme finální férovou hodnotu 100% akcií firmy Pilulka před úpisem nových akcií (tzn. pre-money equity) ke konci roku 2020 na Kč 650-850 mil se střední hodnotou ve výši Kč 750 mil.

Při předpokládaném úpisu nových akcií ve výši Kč 150 mil pak dostáváme post-money equity hodnotu, tj. budoucí tržní kapitalizaci firmy ve výši Kč 900 mil. Akcie Pilulky by se pak měly obchodovat na následujících valuačních násobcích:

VALUAČNÍ PARAMETRY PŘI CENĚ KČ 900 mil	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EV/Sales	0.92	0.71	0.47	0.40	0.32	0.26	0.19
EV/ Online Sales	1.43	1.09	0.67	0.51	0.39	0.30	0.23
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	47.2	17.4	9.3	5.6
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	78.6	19.4	9.4
Price to Earnings (P/E)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	91.1	22.5	11.5
Price to Book Value (P/BV)	57.1	25.5	6.5	5.0	4.8	4.1	3.0
Price to Cash Earnings (P/CE)	Neg.	Neg.	Neg.	57.4	19.2	10.1	6.3
Price to Free Cash Flow (P/FCF)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,226.2	17.9

Zdroj: Pilulka, Helgi Analytics, *Valuační násobky vypočteny při post-money equity valuaci (tj. tržní kapitalizaci) ve výši Kč 900 mil

2 Profil společnosti

2.1 Historie

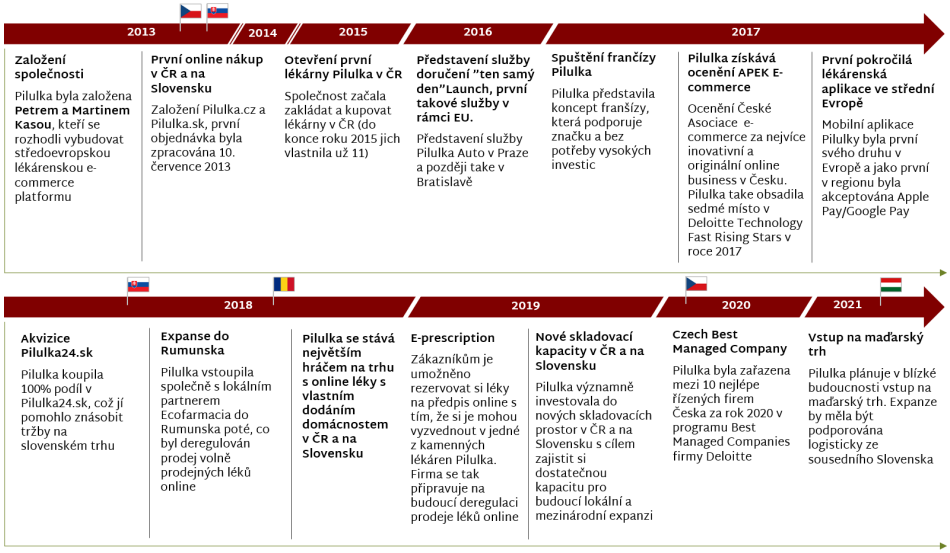
Společnost Pilulka byla založena v roce 2013 bratry Petrem a Martinem Kasou. Ti tak navázali na svůj dřívější projekt e-shop kasa.cz, který při prodeji v roce 2009 dosahoval obratu Kč 2 mld.

Pilulka je v současnosti jedním ze tří největších lékárenských řetězců v Česku s celkovým počtem 32 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 v roce 2021 plánuje expanzi do Maďarska.

Management předpokládá nárůst tržeb z Kč 1.3 mld v roce 2019 až na úroveň okolo Kč 4.3 mld v roce 2024 s tím, že 39% tržeb by mělo být generováno v zahraničí:

Historie Pilulky - Přehled klíčových událostí



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.

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% podíl ve slovenských entitách Pilulka.sk, a.s. a Top Farma, s.r.o., a vlastní 70% podíl v rumunské společnosti S.C. Pilulka Online S.R.L.

Skupina Pilulka zaměstnávala v polovině roku 2020 více než 270 lidí z čehož zhruba 100 pracovníků jsou lékárníci a zdravotníci. Manažerský tým Pilulky disponuje rozsáhlými profesními zkušenostmi z internetového obchodu a prodeje rychloobrátkového zboží:

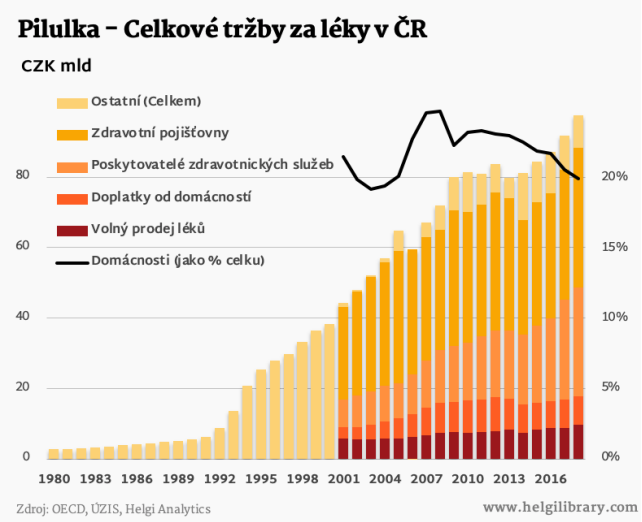
Petr a Martin Kasovi, zakladatelé a vrcholoví manažeři společnosti, vlastní ve společnosti v současnosti 47.3% podíl. Po ukončení transakce budou i nadále patřit mezi největší akcionáře Pilulky a společnost budou nadále řídit a rozvíjet.

2.2 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%.

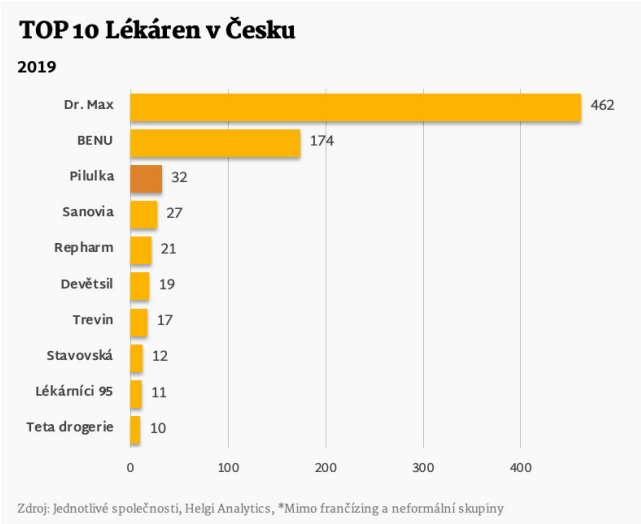
Objem přímých plateb domácností za léky (ať už na předpis či volně prodejné) ale poslední dekádu stagnuje okolo Kč 17 mld za rok a podíl na celkových tržbách tak klesl z 23.4% v roce 2011 na 20% v roce 2018:

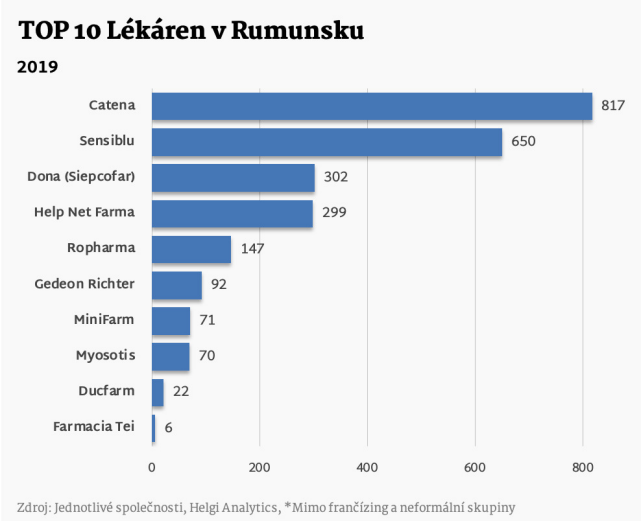


Lídrem českého trhu jsou lékárny Dr. Max s více než 460 lékárnami, následuje Benu (174 lékáren) a Pilulka se 32 vlastními a 120 franchízovými pobočkami.

Na jednu stranu trh zůstává relativně fragmentován (10 největších hráčů vlastní přímo jen 31% poboček a více než 70% trhu je provozováno poskytovatelem vlastnícím jen 1 lékárnu), 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.

Česko – přehled trhu s léky

ČESKÁ REPUBLIKA - PŘEHLED TRHU S LÉKY		1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Počet lékáren		1,319	1,747	2,451	2,407	2,448	2,513	2,568	2,601	2,562	2,559	2,571	2,551
Počet lékáren (na 1,000 obyvatel)		0.13	0.17	0.24	0.23	0.23	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
Počet lékárníků		3,763	5,059	5,761	6,061	6,222	6,327	6,383	6,724	6,965	7,172	7,308	7,347
Počet lékárníků (na 10,000 obyvatel)		3.6	4.9	5.6	5.7	5.9	6.0	6.0	6.3	6.5	6.7	6.8	6.9
Průměrný počet lékárníků na jednu lékárnu		2.9	2.9	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.9
Celková spotřeba léků (v USD)	*USD mil*	958	995	2,709	4,263	4,577	4,282	4,074	3,794	3,538	3,459	3,916	4,458
Celková spotřeba léků (% celkových zdravotnických výdajů)	*%*	28.3%	24.7%	25.7%	20.4%	20.4%	21.5%	18.1%	17.3%	17.5%	17.4%	17.0%	16.0%
Celková spotřeba léků (% HDP)	*%*	1.6%	1.6%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%
Celková spotřeba léků na osobu (v PPP, USD)	*USD*	229.6	252.9	391.5	408.6	417.2	449.4	444.0	442.8	444.4	465.6	491.1	508.4
Spotřeba antibiotik	*DDD*	21.4	19.5	19.8	19.0	19.8	19.2	21.0	21.0	20.9	19.3	19.6	17.5

Zdroj: OECD, IMF, Statistický úřad, Helgi Analytics

Slovensko – přehled trhu s léky

SLOVENSKO - PŘEHLED TRHU S LÉKY		1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Počet lékáren		...	1,010	1,104	1,567	1,586	1,618	1,487	1,598	1,681	1,768	1,724	1,793
Počet lékáren (na 1,000 obyvatel)		...	0.19	0.20	0.29	0.29	0.30	0.27	0.30	0.31	0.33	0.32	0.33
Počet lékárníků		...	1,968	2,848	3,267	3,382	3,522	3,333	3,644	3,826	4,183	4,243	4,300
Počet lékárníků (na 10,000 obyvatel)		...	3.7	5.3	6.0	6.2	6.5	6.1	6.7	7.1	7.8	7.9	8.0
Průměrný počet lékárníků na jednu lékárnu		...	1.9	2.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.4
Celková spotřeba léků (v USD)	*USD mil*	...	536	1,375	1,821	2,020	1,887	2,032	2,006	1,873	1,855	1,928	1,850
Celková spotřeba léků (% celkových zdravotnických výdajů)	*%*	...	34.7%	33.3%	29.2%	28.7%	26.5%	26.5%	27.0%	26.9%	26.6%	26.4%	25.5%
Celková spotřeba léků (% HDP)	*%*	...	1.8%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
Celková spotřeba léků na osobu (v PPP, USD)	*USD*	...	239.4	396.5	587.0	567.1	556.7	571.5	543.3	553.3	542.4	540.6	546.5
Spotřeba antibiotik	*DDD*	20.3	27.6	25.1	24.5	23.7	21.9	25.9	24.8	26.8	21.6	19.4	19.9

Zdroj: OECD, IMF, Statistický úřad, Helgi Analytics

Rumunsko – přehled trhu s léky

RUMUNSKO - PŘEHLED TRHU S LÉKY	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Počet lékáren	...	4,267	5,071	6,682	6,969	7,226	7,560	7,825	7,758	7,802	7,945	8,147
Počet lékáren (na 1,000 obyvatel)	...	0.19	0.23	0.31	0.32	0.33	0.35	0.36	0.36	0.37	0.38	0.39
Počet lékárníků	...	7,189	9,283	13,624	14,575	15,435	16,301	17,099	17,135	17,180	17,833	17,620
Počet lékárníků (na 10,000 obyvatel)	...	3.2	4.2	6.2	6.7	7.1	7.5	8.0	8.0	8.1	8.4	8.4
Průměrný počet lékárníků na jednu lékárnu	...	1.7	1.8	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2

Zdroj: OECD, IMF, Statistický úřad, Helgi Analytics

Maďarsko – přehled trhu s léky

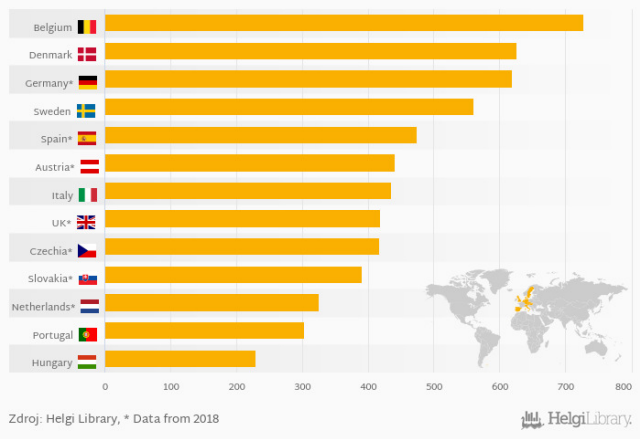
MAĎARSKO - PŘEHLED TRHU S LÉKY		1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Počet lékáren		2,024	2,045	2,070	2,541	2,506	2,398	2,348	2,388	2,376	2,354	2,369	2,370
Počet lékáren (na 1,000 obyvatel)		0.20	0.20	0.21	0.25	0.25	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
Počet lékárníků		3,422	4,905	5,313	5,821	5,741	5,683	7,524	7,594	7,039	7,353	7,557	7,842
Počet lékárníků (na 10,000 obyvatel)		3.3	4.8	5.3	5.8	5.7	5.7	7.6	7.7	7.2	7.5	7.8	8.1
Průměrný počet lékárníků na jednu lékárnu		1.7	2.4	2.6	2.3	2.3	2.4	3.2	3.2	3.0	3.1	3.2	3.3
Celková spotřeba léků (v USD)	*USD mil*	747	...	2,281	2,394	2,562	1,975	1,923	1,857	1,702	1,719	1,785	2,243
Celková spotřeba léků (% celkových zdravotnických výdajů)	*%*	26.7%	...	31.3%	33.3%	35.0%	32.6%	30.3%	30.1%	29.8%	29.5%	27.9%	26.9%
Celková spotřeba léků (% HDP)	*%*	1.6%	1.7%	2.0%	1.8%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%
Celková spotřeba léků na osobu (v PPP, USD)	*USD*	183.0	..	457.6	554.1	614.5	575.5	551.8	561.2	563.7	589.4	565.5	577.5
Spotřeba antibiotik	*DDD*	21.6	21.5	21.7	15.3	14.5	13.5	13.7	14.1	14.8	13.7	13.7	13.6

Zdroj: OECD, IMF, Statistický úřad, Helgi Analytics

CEE lékárenství v mezinárodním srovnání

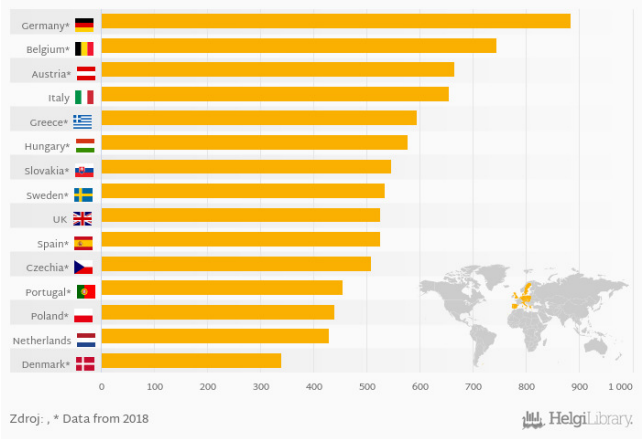
Spotřeba léků na osobu

USD, 2019



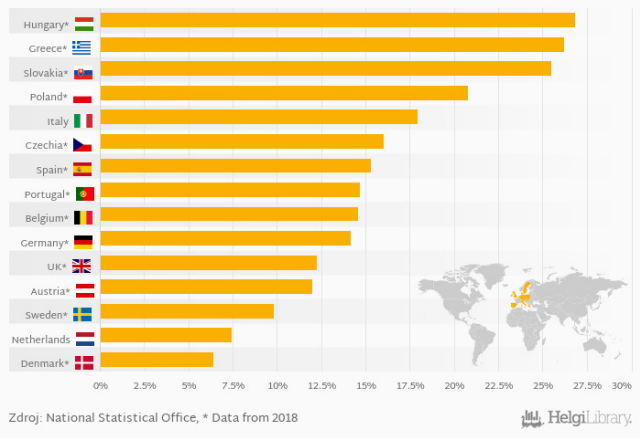
Spotřeba léků na osobu podle parity kupní síly

USD PPP, 2019



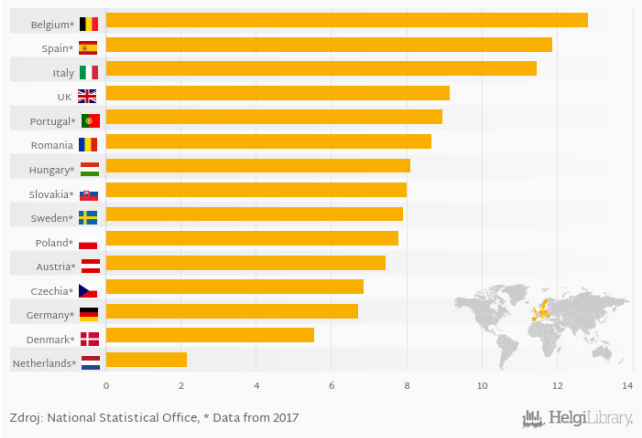
Kolik utratíme za léky?

Náklady na léky jako procento celkových zdravotnických výdajů, 2019



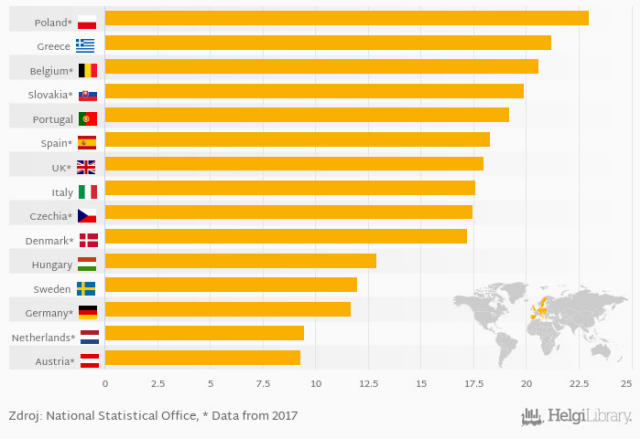
Kolik máme lékárníků?

Počet lékárníků na 10 000 obyvatel, 2019



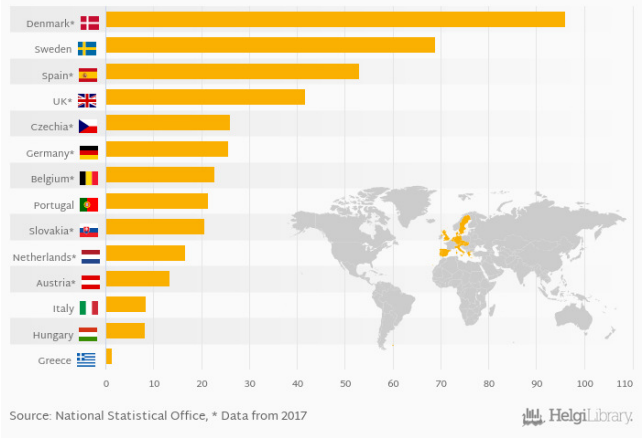
Jak jsme závislí na antibiotikách?

Spotřeba antibiotik – denní definovaná dávka (DDD), 2019



Kdo spotřebuje nejvíc analgetik?

Spotřeba analgetik – denní definovaná dávka (DDD), 2019



2.3 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:

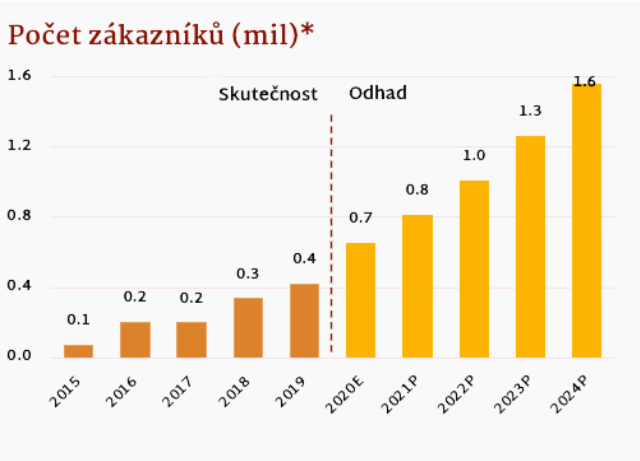
- ✓ Individualizace zdravotní péče povede k méně častějším návštěvám lékáren
- ✓ Proces digitalizace změní jak chování pacientů, tak i doktorů
- ✓ Rostoucí podíl distribuce léků online
- ✓ Lékárenský trh ve střední Evropě je relativně fragmentovaný, takže konsolidace bude pravděpodobně pokračovat
- ✓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

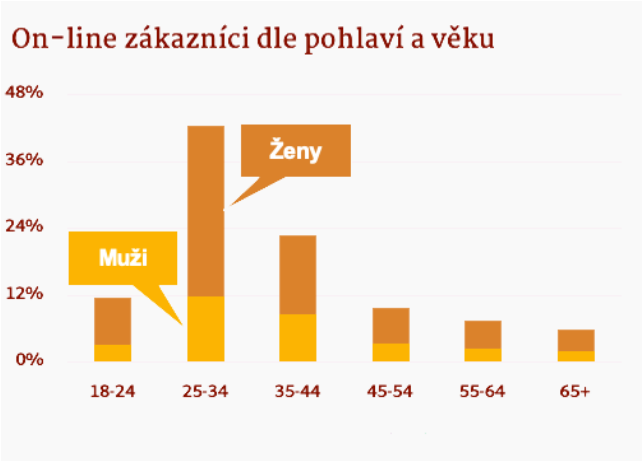
Pilulka sleduje vícekanálovou strategii distribuce (omnichannel approach), ve které se snaží kombinovat e-commerce s tradiční sítí kamenných lékáren. Zákazníci by nicméně měli v následujících letech čím dál více preferovat online distribuci.

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 až na 655 tisíc. Pilulka má v databázi již celkem 1.5 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:





*Zdroj: Pilulka, Helgi Analytics, *Zákazníci, kteří uskutečnili nákup v posledních 12 měsících*

Společnost využívá vlastních skladů a skladů dodavatelů. Má vlastní retailovou dopravu (v Praze, Bratislavě a Bukurešti), která je schopna dodat zboží zákazníkovi ještě během dne, v případě potřeby během 60 minut. Dnes tato služba tvoří až třetinu 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 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 32 vlastních 120 franchízových poboček.

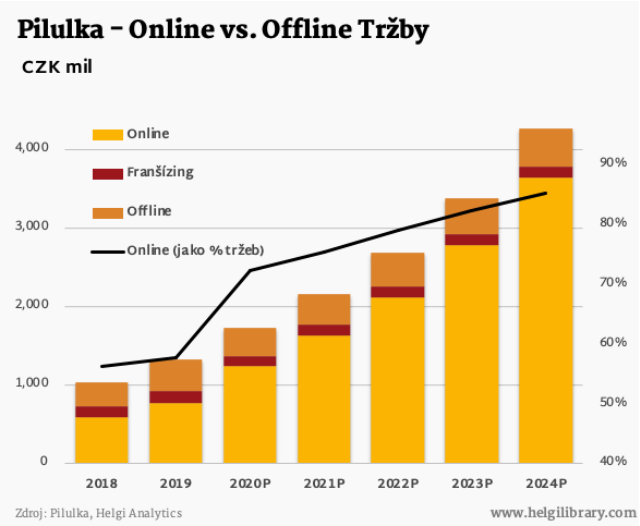
Offlinový segment se během času přeměnil v komplementární business onlinové strategie, která se stala dominantní v rámci skupiny. Lékárny v Česku jsou využívány například jako distribuční kanál pro online zákazníky, ovšem kromě domácího trhu už management neplánuje otevírat žádné nové pobočky.

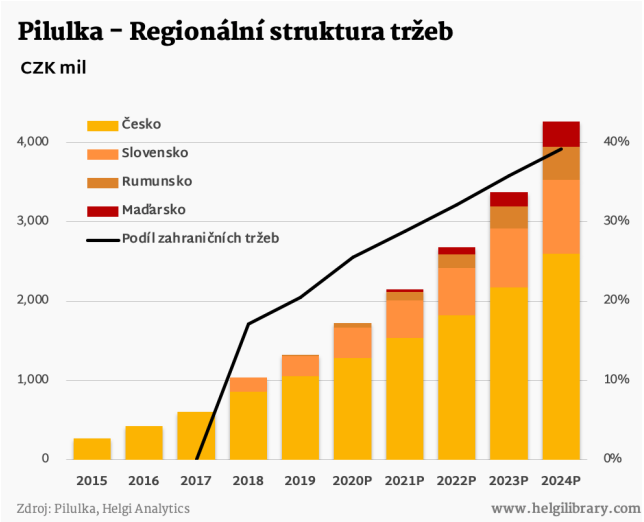
Franchízoví partneři neplatí Pilulce žádné poplatky, spolupráce je založena na oboustranné výhodnosti s tím, že obě strany spolupracují na vyjednávání dodávek, marketingu, tendrech na externí služby a produkt cross-sellingu.

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:

Regionální expanze

Na konci roku 2018, tedy po deregulaci internetového prodeje volně prodejných léků, vstoupila Pilulka na rumunský trh, kde se zavedeným lokálním joint-venture partnerem založila online lékárnu. V roce 2021 plánuje expanzi do Maďarska. Management předpokládá nárůst tržeb z Kč 1.3 mld v roce 2019 až na úroveň okolo Kč 4.3 mld v roce 2024 s tím, že 39% tržeb by mělo být za 5 let generováno v zahraničí:

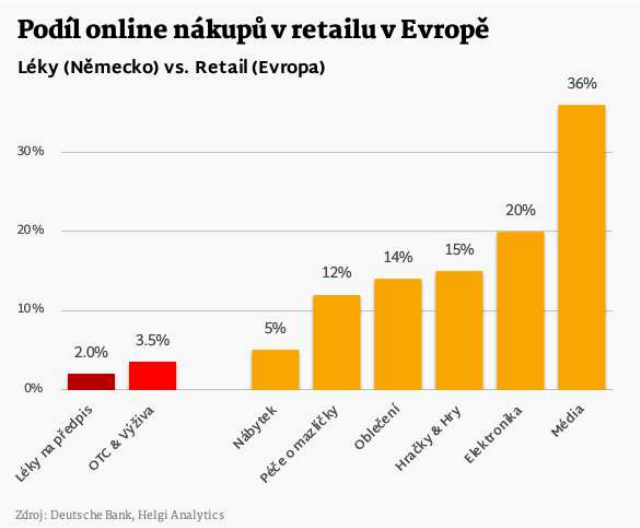


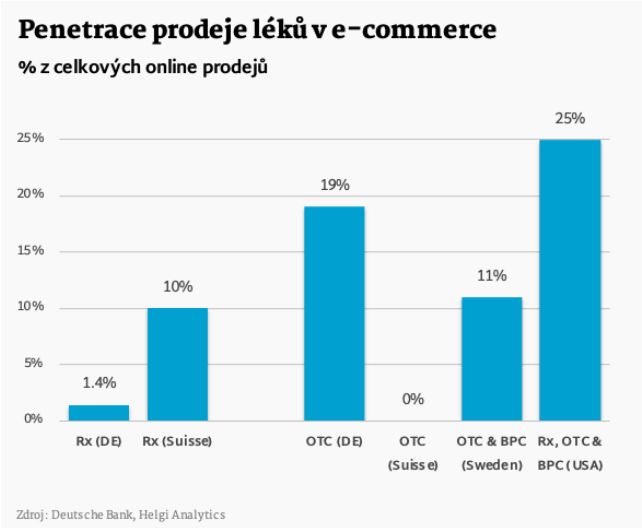


2.4 Liberalizace trhu s léky (Příklad Zur Rose a Shop Apotheke)

Potenciální liberalizace prodeje léků na předpis představuje pomyslnou třešničku na dortu v celkovém příběhu Pilulky. Zatímco středoevropský 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:





I když deregulace prodejů 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, Llodys), 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. Jak můžeme vidět i u jiných firem a odvětví (a nemusí to být zrovna Tesla), investoři zjevně dávají přednost potenciální dlouhodobé konkurenční výhodě před krátkodobou ziskovostí.

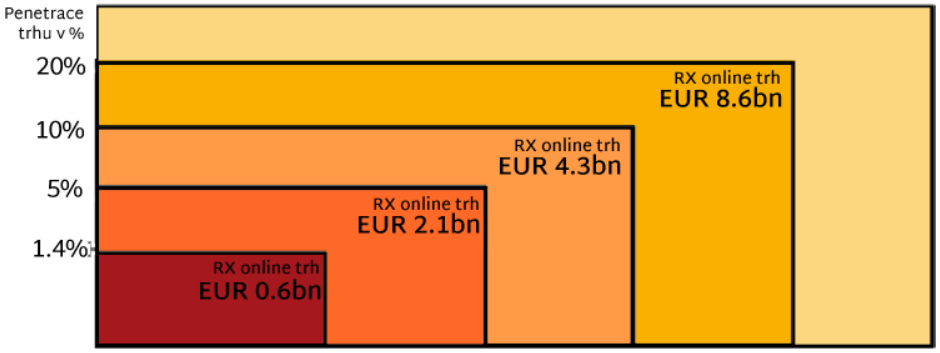
Při průměrné velikosti nákupu německého klienta DocMorris (online lékárna vlastněná Zur Rose) ve výši EUR 56 jen těžko dává smysl, aby současná tržní valuace Zur Rose převyšovala USD 300 za klienta (společnost má celkem 8 mil aktivních klientů).

Odpovědí 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 třešnička 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.

2.5 SWOT Analýza

Silné stránky (Strenghts)

- ✓ 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)

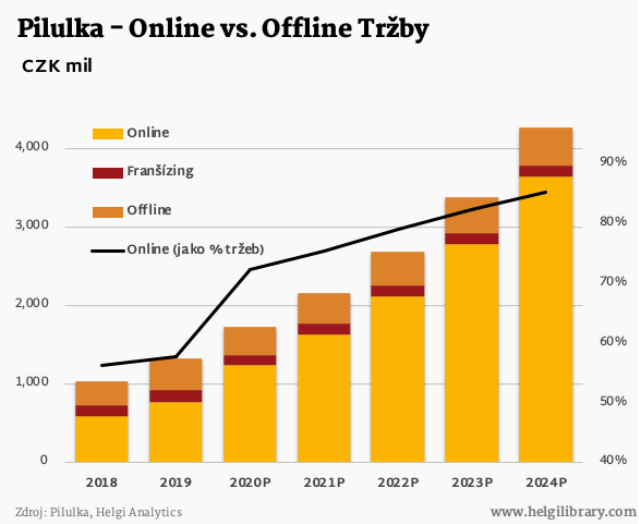
- ✓ Riziko zvýšeného konkurenčního tlaku od nových/větších hráčů
- ✓ Případné zhoršení vztahů či platebních podmínek by mohlo výrazně zpomalit růst firmy.
- ✓ Zahraniční expanze je obecně rizikovější než stávající česko-slovenský model

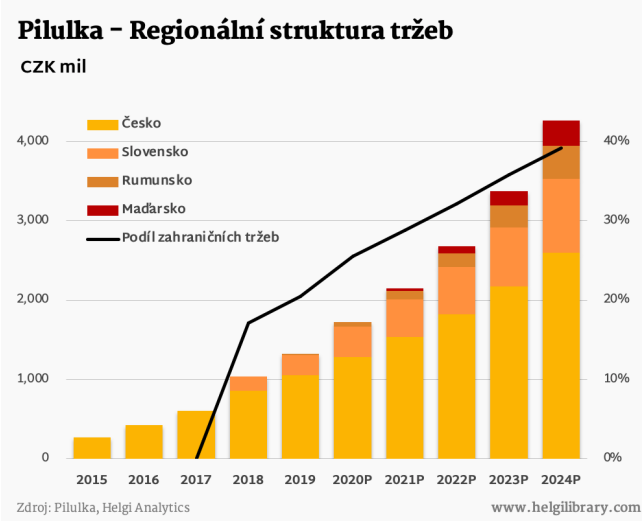
3 Finanční výhled

3.1 Kvantita růstu…

Management plánuje s nárůstem tržeb o téměř Kč 3 mld mezi lety 2019-2024, tedy s průměrným ročním růstem výnosů o více než 26%. V roce 2024 by Pilulka měla dosáhnout celkových výnosů ve výši Kč 4.3 mld.

Domácí tržby by měly v roce 2024 dosáhnout Kč 2.6 mld a měly by tvořit 61% z celkového konsolidovaného obratu firmy, zatímco zbývajících 22% by mělo pocházet ze Slovenska, 10% z Rumunska a 7% z Maďarska. Online segment by měl tvořit zhruba 85% celkových tržeb, nárůst z 58% v roce 2019:





Petr a Martin Kasovi jsou velmi zdatní obchodníci, jak už prokázali na příkladu e-shopu kasa.cz, kde tržby dosáhly Kč 2 mld v roce 2009. Prozatimní čísla za Pilulku ukazují na podobně zajímavý příběh, celkový počet zákazníků vzrostl mezi roky 2016 a 2019 průměrně o 62% za rok a na konci roku 2020 by měl dosáhnout zhruba 1.5 mil.

Dynamický růst tržeb plánovaný v následujících 5-10 letech je jeden ze základních vstupů valuačního modelu a první nutný předpoklad pro naši valuaci. Náš model například naznačuje, že každé procento růstu nad současný plán zvyšuje férovou cenu akcií Pilulky v průměru o Kč 88 mil, neboli o 10%. To platí samozřejmě i směrem dolů a to bohužel ještě výrazněji.

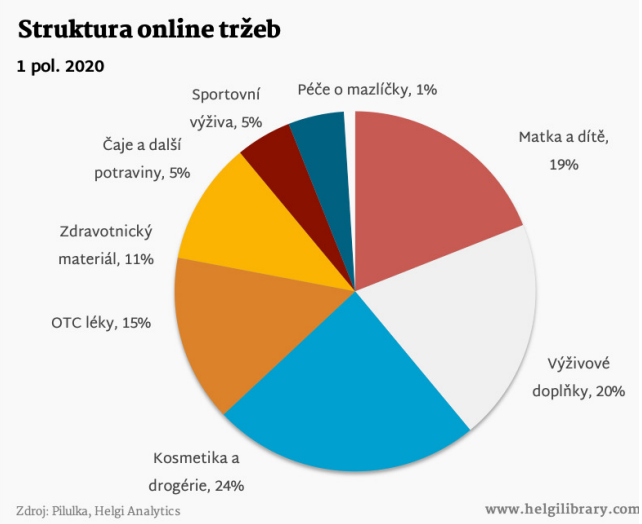
3.2 … s odpovídající ziskovostí…

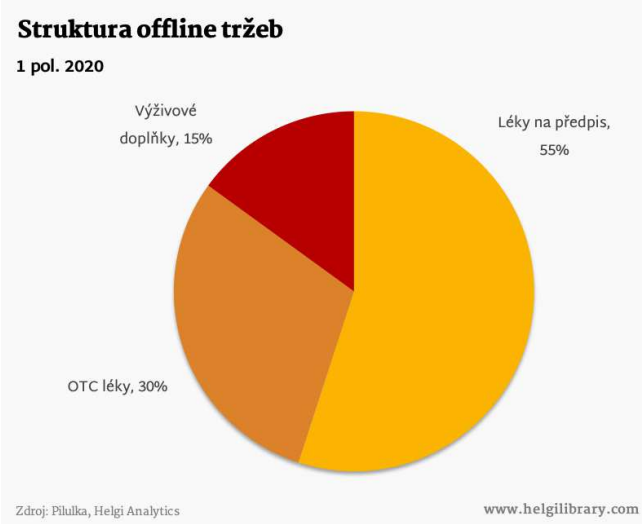
Zatímco ambiciózní cíle více než 20% růstu tržeb následujících 10 let jsou podmínkou nutnou, musí být dosaženy s minimální hrubou marží ve výši alespoň 25%, aby byl byl celý business model dostatečně ziskový.

Finanční plán společnosti počítá s průměrnou hrubou marží okolo 26% v letech 2020-2024. Zatímco off-line segment operuje s 30% marží, online segment musí vystačit

jen s 25% a při rozjezdu nových zemí ještě s nižší.

Hlavním důvodem je výrazně odlišná struktura prodejů. Více než polovina tržeb z kamenných lékáren pochází z léků na předpis (zbylých 30% z volně prodejných léků a zbytek z prodeje kosmetiky a potravinových doplňků), polovina tržeb z online segmentu pochází z prodeje kojeneckých potřeb, potravinových doplňků, kosmetiky a drogerie. Jen zhruba 15% online výnosů je tvořeno volně prodejnými léky. A zatímco off-line segment operuje s omezeným portfoliem 900 produktů, online segment nabízí 35,000 položek:



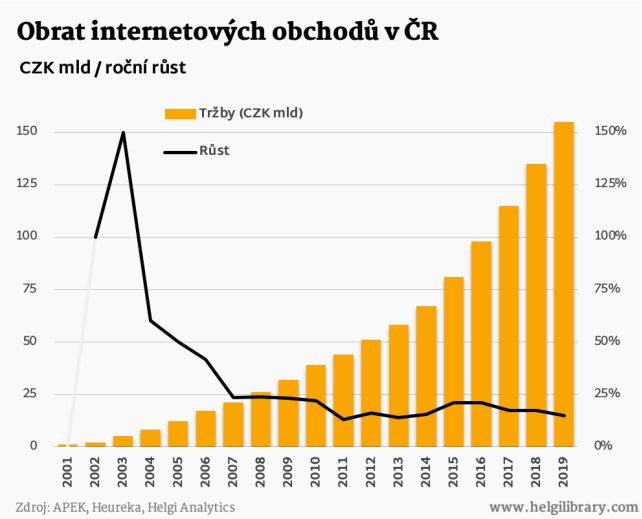


Struktura online tržeb je jedním z největších rozdílů mezi business modelem Pilulky a evropskými online typu Zur Rose a Shop Apotheke, které mohou nabízet léky na předpis online.

Zatímco samotný růst tržeb Pilulky ukazuje na schopnost prodat, tedy na „kvantitu“ růstu, průměrná hrubá marže bude jeden z klíčových ukazatelů potvrzující „kvalitu“ business modelu firmy, tedy že budoucí růst bude opravdu "dostatečně" ziskový.

Online business Pilulky s průměrnou marží okolo 25% by měl být podle managementu ziskový zhruba od výše Kč 500 mil výnosů za rok. A podle předběžných čísel za první pololetí 2020 je společnost na českém trhu opravdu zisková, jakkoliv to může být částečně podpořeno pandemií Covid-19, tedy dočasným přesunem spotřebitelů do e-commerce.

Dokud nedojde k uvolnění prodeje léků na předpis online, struktura tržeb Pilulky zůstane výrazně odlišná od kamenného off-line segmentu. Jak už ale naznačila první polovina roku 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:



Jelikož je těžké určit strukturu online tržeb v následujících letech, je o to důležitější sledovat vývoj hrubé marže jako vodítko k tomu, jak ziskový je online růst firmy. Podobně jako u objemu tržeb náš valuační model naznačuje, že každé zvýšení hrubé marže o 0.25% celkových tržeb zvyšuje ziskovost firmy o Kč 10 mil a potenciální valuaci společnosti o Kč 200 mil.

3.3 ...a financována s pomocí dodavatelů

Plánované ambiciózní ztrojnásobení výnosů do roku 2024 si vyžádá velké nároky na financování pracovního kapitálu společnosti. Struktura financování tak rychlé expanze je třetím klíčovým faktorem přímo ovlivňujícím budoucí hodnotu firmy, jak už jsme naznačili ve valuační části reportu.

Pilulka měla ke konci roku 2019 relativně nízký vlastní kapitál (Kč 30 mil) oproti čistému dluhu ve výši Kč 68 mil. a čistý pracovní kapitál dosahoval téměř Kč 19 mil. Pokud bychom předpokládali hrubý pracovní kapitál (zásoby a pohledávky) v podobné výši, jako tomu bylo na konci roku 2019, tedy více než 17% tržeb, potřebovala by Pilulka zafinancovat do konce roku 2024 dodatečný kapitál ve výši převyšující Kč 500 mil.

Management si je vědom tohoto omezení a zamýšlený vstup na burzu je jedním z řešení potenciálního rizika. Kromě zamýšleného navýšení kapitálu v rámci uvedení na burzu management předpokládá pokrýt své dodatečné finanční potřeby následovně:

- ✓ Navýšením dluhu společnosti z Kč 76 mil na konci roku 2019 až na Kč 154 mil v roce 2024
- ✓ Optimalizací stavu zásob a pohledávek o zhruba Kč 200 mil ve srovnání s relativním stavem (tj. k velikosti tržeb) ke konci roku 2019
- ✓ Spoluprací s dodavateli na financování expanze. Pilulka využívá u svých dodavatelů relativně dlouhých dob splatností (2 měsíce v průměru) a management předpokládá tuto výhodu využívat i v následujících letech (65 dní v roce 2024 na

základě pouze materiálových a 48 dní při započítání i externích provozních nákladů).

Zatímco navýšení dluhu bude přímo úměrné od velikosti dodatečného kapitálu a zvýšení ziskovosti firmy v následujících letech, optimalizace pracovního kapitálu je naprosto klíčovým bodem, protože předpokládá aktivní participaci klíčových dodavatelů na agresivní expanzi firmy. Je to zároveň jeden z největších rozdílů mezi Pilulkou a hlavními domácími retail online hráči i zahraničními vzory Zur Rose a Shop Apotheke, kteří si zásoby financují sami (s vyjímkou rohlíku.cz):

PRACOVNÍ KAPITÁL / TRŽBY	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PILULKA	...	...	...	3.0%	1.4%	-2.0%
BENU Ceska Republika	3.7%	4.8%	4.8%	4.7%	6.9%	...
Dr.MAX	0.3%	0.6%	-0.4%	0.2%	...	...
LEKARNA.CZ	4.4%	4.8%	7.4%	5.1%	...	...
FOOTSHOP	25.2%	17.8%	15.6%	19.5%	...	...
ROHLIK	-3.8%	-2.4%	-3.1%	-4.7%	-2.3%	...
ALZA	8.7%	7.3%	8.2%	3.4%	...	...
INTERNET MALL	9.8%	15.5%	9.8%	10.8%	...	...
Zur Rose	4.2%	5.6%	6.9%	6.5%	7.8%	...
Shop Apotheke Europe	4.7%	8.2%	13.2%	7.3%	7.4%	...

Zdroj: Společnosti, Helgi Analytics

Pilulka napřímo spolupracuje se zhruba 200 dodavateli, mezi které patří největší nadnárodní farmaceutické firmy:

Díky specifikům a regulaci farmaceutického businessu jsou dodávky obvykle vypořádávány přes distribuční firmy, jako jsou například Alliance Healthcare, Pharmos, či Phoenix, nicméně podmínky spolupráce si Pilulka dojednává přímo s výrobci léků a doplňků stravy. Cílem managementu je zvýšit tento podíl na celkových dodávkách nad 60% již od roku 2020.

Pilulka se bohužel nemůže opřít o silného strategického partnera, jak je tomu u některých lokálních e-commerce konkurentů, kteří mají zajištěné financování ve stovkách milionů korun. Proto je vstup na burzu a získání dodatečného finančního polštáře klíčovým prvkem pro dosažení ambiciózních obchodních a finančních cílů:

VLASTNÍ JMĚNÍ / TRŽEB	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PILULKA	...	...	11.6%	1.5%	2.7%	8.0%
BENU Ceska Republika	13.9%	13.2%	13.2%	11.3%	11.2%	...
Dr.MAX	7.7%	12.2%	11.7%	20.8%	...	...
LEKARNA.CZ	26.4%	24.0%	6.2%	4.5%	...	...
FOOTSHOP	6.2%	3.7%	2.2%	9.5%	...	...
ROHLIK	1.8%	0.2%	-3.0%	-0.4%	6.4%	...
ALZA	4.4%	4.0%	4.1%	4.1%	...	...
INTERNET MALL	1.4%	1.1%	13.3%	17.3%	...	...
Zur Rose	8.7%	11.8%	29.9%	36.7%	29.9%	...
Shop Apotheke Europe	2.0%	52.6%	84.1%	39.6%	33.2%	...

Zdroj: Společnosti, Helgi Analytics

Podobně jako u růstu výnosů a hrubé marže můžeme namodelovat, jak moc dodatečného kapitálu by Pilulka potřebovala, pokud by se jí nepodařilo zoptimalizovat pracovní kapitál tak, jak předpokládá.

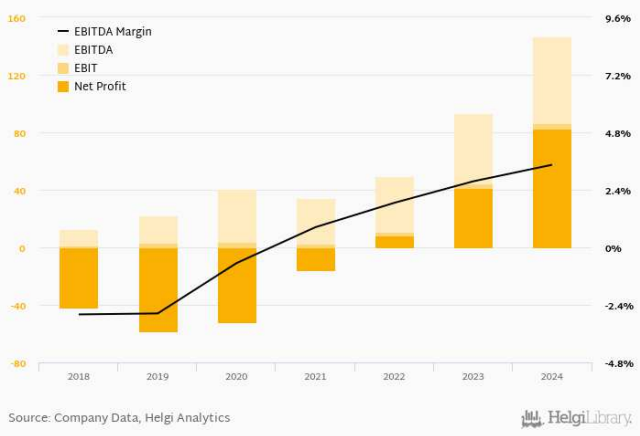
Každý den, o který by Pilulka musela zaplatit dříve svým dodavatelům by v roce 2024 znamenal potřebu dodatečného kapitálu ve výši zhruba Kč 9 mil. Pokud management počítá s negativní obrátkou peněz ve výši 9.3 dní v roce 2024, dodatečný objem kapitálu by dosáhl výše Kč 80-90 mil, kdyby firma chtěla nebo musela srovnat délku splatnosti svého čistého pracovního kapitálu na nulu.

3.4 Efektivita a úspory z rozsahu

Pilulka byla založena v roce 2013 a od té doby je ztrátová, podobně jako rivalové Zur Rose či Shop Apotheke. Pokud se podaří managementu pokračovat v dynamickém růstu tržeb, firma by se měla přehoupnout do provozního zisku před odpisy a úroky EBITDA v roce 2021 a čistého zisku by měla dosáhnout v roce 2022. V roce 2024 by EBITDA marže měla dosáhnout 3.4% a čistá marže zhruba 1.8%:

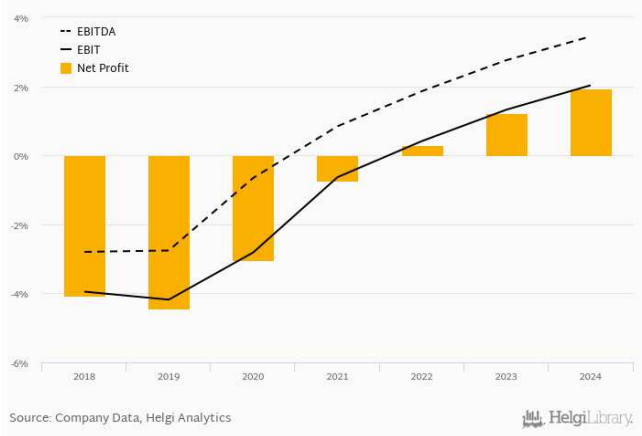
Od provozního k čistému zisku

Čistý zisk, provozní zisk & EBITDA (CZK mil)



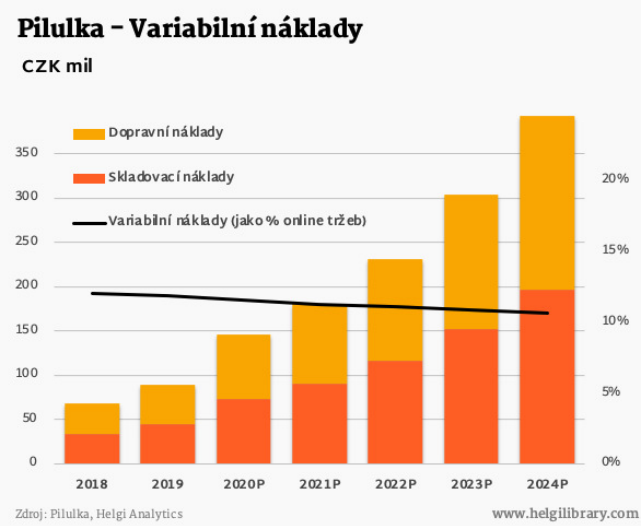
Ziskové marže

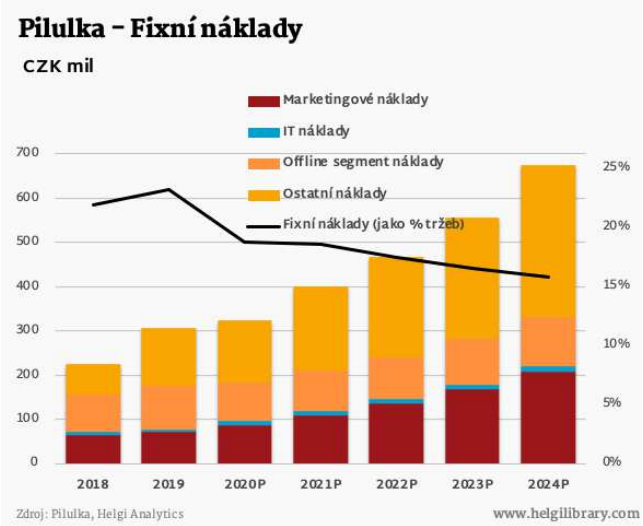
Čistý zisk, provozní zisk & EBITDA (jako % tržeb)



Při bližším pohledu na finanční plán společnosti by cesta k zisku měla být tažena třemi hlavními proudy:

- ✓ **Úspory z rozsahu** – Pilulka by měla navýšit výnosy do roku 2024 až 3x zatímco fixní náklady jako podíl tržeb by měly klesnout o 6.11 pp. Pilulka například využívá své sklady v ČR a Slovensku jen z 50% celkové kapacity a v Rumunsku dokonce jen z 25%. Tato provozní páka by měla vygenerovat dodatečný zisk ve výši Kč 260 mil mezi roky 2018 a 2024.
- ✓ **Provozní efektivita** – management předpokládá i snížení relativních variabilních nákladů s tím, jak firma zefektivní procesy, zejména pak v oblasti skladovacích a transportních nákladů. Variabilní náklady ku online tržbám by měly do roku 2024 klesnout o 1.40 pp a vygenerovat marginální přírůstek zisku v roce 2024 ve výši téměř Kč 50 mil.
- ✓ **Klesající náklady na marketing** – zahraniční expanze a dynamický růst tržeb by se měly odrazit i v relativně nižších marketingových nákladech a vygenerovat tak extra zisk ve výši Kč 32 mil.





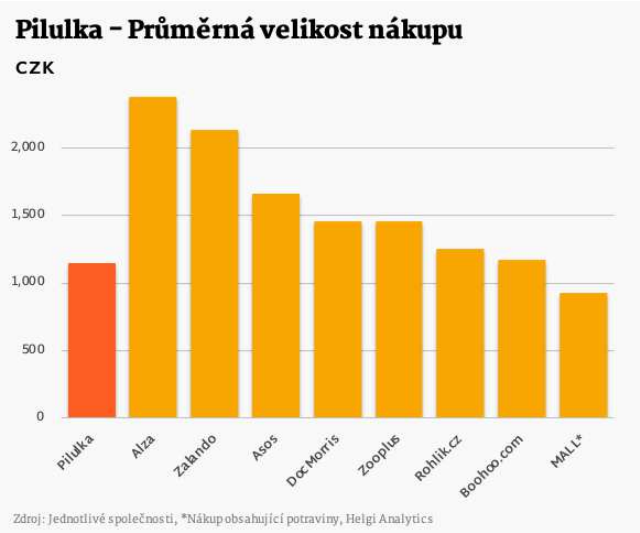
Business plány zahraničních online konkurentů nabízejí podobný recept na úspěch, respektive cestu k dosažení ziskovosti. V případě Zur Rose pak například ještě z hlubších ztrát, neboť švýcarská firma operovala v roce 2019 jen s 15% hrubou marží, výrazně nižší než 25% minimálním hrubým ziskem vyžadovaným managementem Pilulky pro svůj online business:

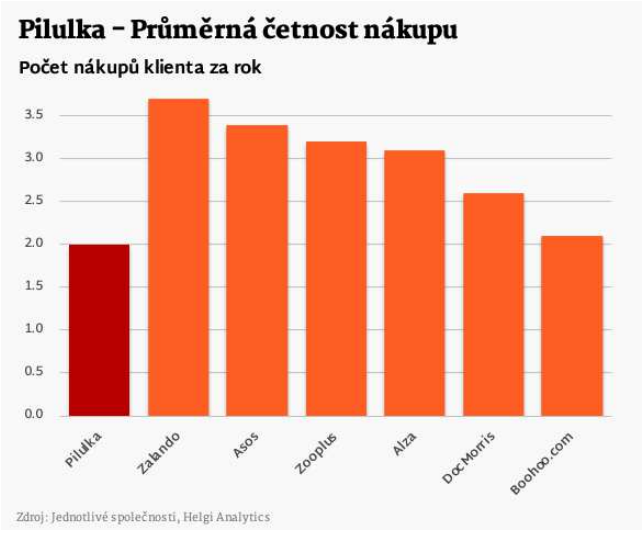
- ✓ Pokračující růst objemu tržeb ke zvýšení obecné efektivity a úspor z rozsahu
- ✓ Krátkodobě – zvýšení marže na OTC lécích, snížení variabilních a marketingových nákladů a dodatečné organizační synergie
- ✓ Dlouhodobě – posun k prodeji ziskovějších léků na předpis a obecně více-maržovému ecosystému, který budou sociální a demografické změny nabízet

3.5 Jednicová kalkulace nákupu

Pilulku v roce 2019 využilo 425,000 online zákazníků, kteří provedli 765,000 nákupů s průměrným počtem 5.3 položek v košíku. Odhadujeme, že průměrná velikost online nákupu dosáhla v roce 2019 Kč 1,150 při průměru téměř 2 nákupů na zákazníka.

Tato čísla jsou opět velmi podobná tomu, co můžeme vidět u německého DocMorrise (Zur Rose), tedy průměrný nákup za EUR 56 opakovaný téměř 3x za rok. To se zároveň moc neliší od standardu v retail e-commerce, ať už v průměrné výši nákupu (EUR 50-60), či počtu transakcí klienta za rok (2-4x):

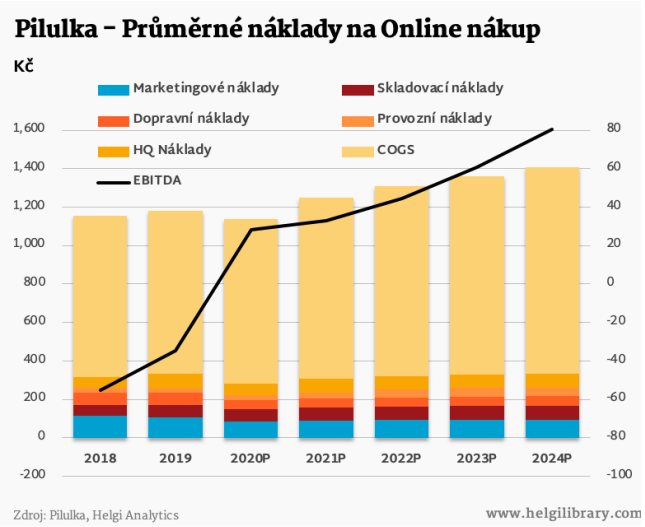




Balíčky online lékáren jsou navíc typicky malé a lehké ve srovnání s většinou retailových online shopů, což znamená relativně nízké skladovací a transportní náklady. To nabízí ohromnou potenciální výhodu a výrazně vyšší ziskovost při rozšíření online distribuce léků na předpis, kde průměrná hodnota léků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

Jakkoliv to může znít jako příliš vzdálená hudba budoucnosti pro Pilulku, relativní zlepšení ziskovosti na úrovni jednotlivého nákupu můžeme pozorovat už dnes.

Management Pilulky předpokládá, že se firma přehoupne do zisku v českém online segmentu již v letošním roce, částečně díky pozitivnímu vlivu pandemie Covid 19. Průměrný nákup by měl vygenerovat provozní zisk ve výši Kč 28.4, neboli 2.4% z průměrné velikosti nákupu:



Zlepšení ziskovosti částečně kopíruje pozitivní efekty úspor z rozsahu, o kterých jsme se zmiňovali na straně 30, tedy klesajícímu podílu fixních nákladů na celkových tržbách. V našem případě je to především pokles marketingových a HQ nákladů.

Management zároveň předpokládá i výrazný pokles variabilních nákladů, zejména pak nákladů na dopravu a skladovacích nákladů.

4 Finanční výkazy

Výkaz zisku a ztrát

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby	CZK mil	1,033	1,321	1,717	2,150	2,679	3,378	4,267
Náklady na prodej zboží	CZK mil	766	976	1,263	1,566	1,945	2,442	3,075
Hrubý zisk	CZK mil	267	344	454	584	734	936	1,192
Personální náklady	CZK mil	109	...	...	...	...	...	...
EBITDA	CZK mil	-28.9	-36.4	-11.3	18.1	49.8	93.1	147
Odpisy	CZK mil	11.9	18.8	37.1	31.7	38.7	48.4	60.4
Provozní zisk (EBIT)	CZK mil	-40.8	-55.2	-48.4	-13.6	11.0	44.6	86.6
Finanční výsledek	CZK mil	0.400	2.96	3.30	2.42	2.91	3.61	4.31
Finanční náklady	CZK mil	2.10	4.48	3.86	2.42	2.91	3.61	4.31
Finanční příjmy	CZK mil	1.40	0.641	0.328	0	0	0	0
Kurzové ztráty / (zisk)	CZK mil	0.300	0.878	0.225	0	0	0	0
Mimořádné náklady / (výnosy)	CZK mil	-1.00	0.236	-0.103	0	0	0	0
Zisk před zdaněním	CZK mil	-41.9	-59.9	-52.1	-16.0	8.12	41.0	82.3
Daň ze zisku	CZK mil	0	-1.42	0.024	0	0	0	0
Minoritní podíly	CZK mil	...	-5.29	-4.48	-3.79	-1.76	1.04	3.90
Zisk po zdanění	CZK mil	-41.9	-58.5	-52.1	-16.0	8.12	41.0	82.3
Zisk po zdanění připadající akcionářům	CZK mil	...	-53.2	-47.7	-12.3	9.88	40.0	78.4
Dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0

Source: Company Data, Helgi Analytics

Tempo růstu

TEMPO RŮSTU		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Růst tržeb	%	55.7	27.8	30.0	25.2	24.6	26.1	26.3
Růst personálních nákladů	%	61.1	...	...	...	...	...	...
Růst provozního zisku EBITDA	%	-340	26.0	-69.0	-261	175	87.0	57.9
Růst provozního zisku EBIT	%	-967	35.4	-12.4	-71.8	-181	304	94.0
Růst zisku před zdaněním	%	-1,781	43.1	-13.1	-69.2	-151	405	101
Růst čistého zisku	%	...	...	-10.5	-74.3	-181	305	96.0

Source: Company Data, Helgi Analytics

Ukazatele ziskovosti

RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Rentabilita vlastního jmění (ROE)	%	...	-209	-55.1	-8.35	5.88	21.2	31.8
Rentabilita aktiv (ROA)	%	-15.1	-18.6	-12.2	-2.94	1.34	5.70	9.26
Rentabilita celkového kapitálu (ROCE)	%	...	-57.6	-54.6	-15.8	6.42	26.1	42.6
Hrubá marže	%	25.9	26.1	26.4	27.2	27.4	27.7	27.9
EBITDA marže	%	-2.80	-2.76	-0.656	0.842	1.86	2.76	3.44
EBIT marže	%	-3.95	-4.18	-2.82	-0.634	0.412	1.32	2.03
Čistá marže	%	-4.06	-4.43	-3.04	-0.746	0.303	1.21	1.93
Výplatní poměr	%	0	0	0	0	0	0	0

Source: Company Data, Helgi Analytics

Rozvaha

BALANCE SHEET		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Finanční majetek	CZK mil	5.61	8.47	132	109	114	140	215
Pohledávky	CZK mil	168	152	160	186	224	280	349
Zásoby	CZK mil	64.2	76.6	91.2	111	138	174	214
Ostatní oběžný majetek	CZK mil	0	2.52	21.7	21.8	21.8	21.8	21.8
Oběžná aktiva	CZK mil	238	239	406	428	498	615	800
Hmotná aktiva	CZK mil	28.2	19.4	33.9	39.5	41.8	47.8	49.2
Dlouhodobý finanční majetek	CZK mil	0.320	0	0	0	0	0	0
Nehmotná aktiva	CZK mil	35.5	42.2	72.6	82.4	96.7	112	128
Fixní aktiva	CZK mil	68.3	85.4	121	136	152	173	190
Aktiva celkem	CZK mil	306	325	527	564	650	788	989
Závazky dodavatelům	CZK mil	201	210	286	318	377	449	544
Krátkodobé úvěry	CZK mil	50.9	48.2	38.9	63.9	83.9	109	134
Ostatní oběžné závazky	CZK mil	6.88	8.80	9.55	9.52	9.52	9.52	8.69
Oběžné závazky	CZK mil	259	267	334	391	471	568	687
Dlouhodobé úvěry	CZK mil	31.3	28.1	25.8	22.6	20.0	20.0	20.0
Ostatní dlouhodobé závazky	CZK mil	0.078	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	CZK mil	31.4	28.1	25.8	22.6	20.0	20.0	20.0
Závazky celkem	CZK mil	290	289	389	385	464	566	694
Základní kapitál	CZK mil	1.85	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
Vlastní jmění před minoritními podíly	CZK mil	15.8	30.0	128	166	170	207	285
Minoritní podily na vlastním jmění	CZK mil	0	-5.29	-9.77	-13.6	-15.3	-14.3	-10.4
Vlastní jmění	CZK mil	15.8	35.3	138	179	186	222	295

Source: Company Data, Helgi Analytics

Tempo růstu

GROWTH RATES		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Růst aktiv	%	22.2	6.11	62.3	7.16	15.1	21.2	25.6
Růst vlastního jmění	%	-79.5	124	262	29.6	2.90	21.6	37.3
Růst čistého dluhu	%	...	-11.1	-200	-66.8	-56.3	7.45	474
Růst celkového dluhu	%	...	-7.22	-15.2	33.7	20.2	24.1	19.4

Source: Company Data, Helgi Analytics

Ukazatele z rozvahy

RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Celkový dluh	CZK mil	82.2	76.2	64.7	86.5	104	129	154
Čistý dluh (Celkový dluh - finanční majetek)	CZK mil	76.2	67.8	-67.7	-22.5	-9.85	-10.6	-60.8
Pracovní kapitál	CZK mil	31.0	18.6	-33.9	-19.9	-15.3	4.04	18.8
Celkový kapitál	CZK mil	99.3	104	87.1	116	137	177	208
Čistý dluh / Vlastní jmění	%	484	192	-49.2	-12.6	-5.30	-4.78	-20.6
Čistý dluh / EBITDA		-2.64	-1.86	6.01	-1.24	-0.198	-0.114	-0.414
Náklady na financování	%	...	5.66	5.48	3.20	3.06	3.10	3.05
Běžná likvidita		0.918	0.897	1.21	1.10	1.06	1.08	1.16
Okamžitá likvidita		0.670	0.601	0.877	0.755	0.717	0.738	0.821

Source: Company Data, Helgi Analytics

Cash flow

CASH FLOW		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čistý zisk	CZK mil	-41.9	-58.5	-52.1	-16.0	8.12	41.0	82.3
Odpisy	CZK mil	11.9	18.8	37.1	31.7	38.7	48.4	60.4
Nepeněžní změny provozního cash flow	CZK mil	0.299	-4.30	-23.2	-0.379	-0.745	-5.20	-8.64
Změna pracovního kapitálu	CZK mil	17.3	11.8	52.5	-14.1	-4.58	-19.3	-15.6
Peněžní toky z provozní činnosti	CZK mil	-13.4	-32.0	14.3	1.17	41.5	64.9	118
Kapitálové investice	CZK mil	-33.4	-33.8	-28.8	-46.4	-54.2	-64.2	-68.2
Výdaje spojené s finanční činností	CZK mil	-3.75	0	0	0	0	0	0
Peněžní toky z investiční činnosti	CZK mil	-37.1	-33.8	-28.8	-46.4	-54.2	-64.2	-68.2
Vyplacené dividendy	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0
Změna kapitálu	CZK mil	0	74.5	150	0	0	0	0
Změna dlouhodobých a krátkodobých úvěrů	CZK mil	42.5	-5.94	-11.6	21.8	17.4	25.0	25.0
Peněžní toky z finanční činnosti	CZK mil	42.5	68.5	138	21.8	17.4	25.0	25.0
Efekt kurzových změn na cash flow	CZK mil	0	0	0	0	0	0	0
Čistá změna peněžních prostředků	CZK mil	-8.05	2.77	124	-23.4	4.78	25.7	75.2

Source: Company Data, Helgi Analytics

Ukazatele z cash flow

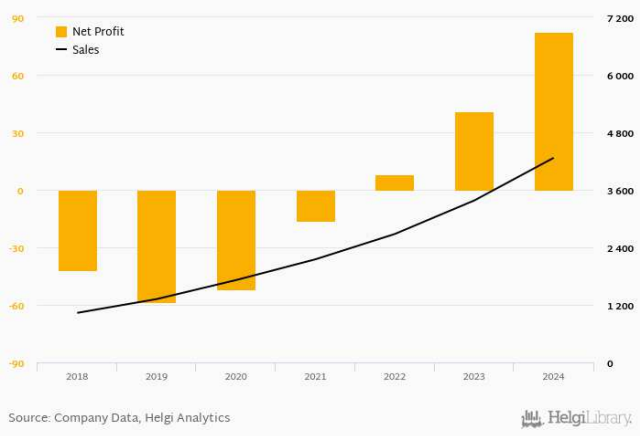
RATIOS		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Doba obratu pohledávek	days	59.3	41.9	34.1	31.6	30.5	30.2	29.9
Doba obratu zásob	days	30.6	28.6	26.3	26.0	25.9	26.0	25.4
Doba obratu závazků	days	95.8	78.4	82.5	74.0	70.9	67.2	64.6
Doba obratu peněz	days	-5.91	-7.83	-22.1	-16.4	-14.4	-11.0	-9.34
Provozní cash flow	CZK mil	-30.0	-39.7	-15.1	15.7	46.9	89.5	143
Volné finanční cash flow	CZK mil	-50.5	-65.8	-14.5	-45.2	-12.7	0.734	50.2
Kapitálové výdaje (jako % tržeb)	%	3.23	2.56	1.68	2.16	2.02	1.90	1.60

Source: Company Data, Helgi Analytics

Pilulka v obrazech

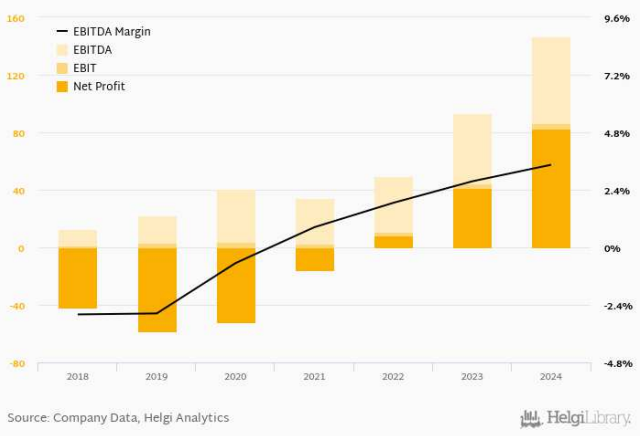
Výnosy a ziskovost

Net Profit & Sales (CZK mil)



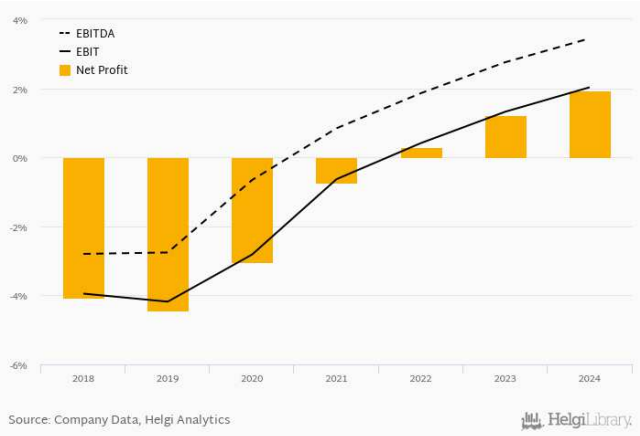
Od provozního k čistému zisku

Net Profit, EBIT & EBITDA (CZK mil)



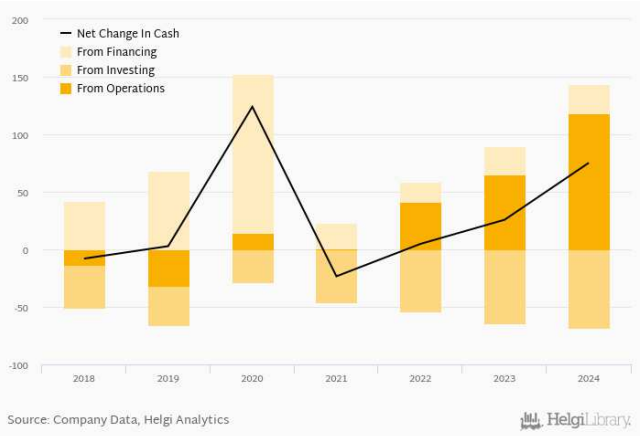
Ziskové marže

Net Profit, EBIT & EBITDA as % of Sales



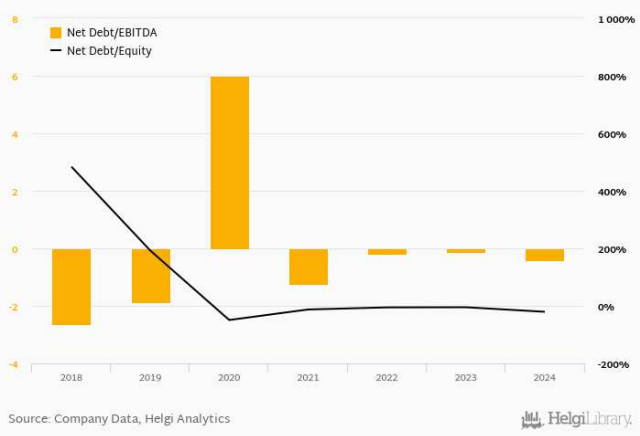
Cash Flow

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



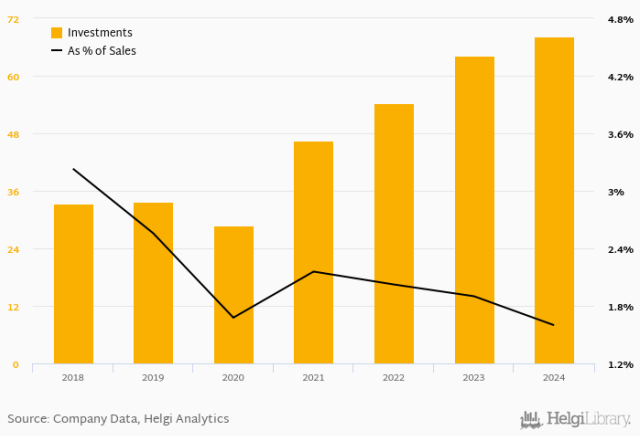
Zadluženost

Net Debt/EBITDA & Net Debt/Equity



Investiční výdaje

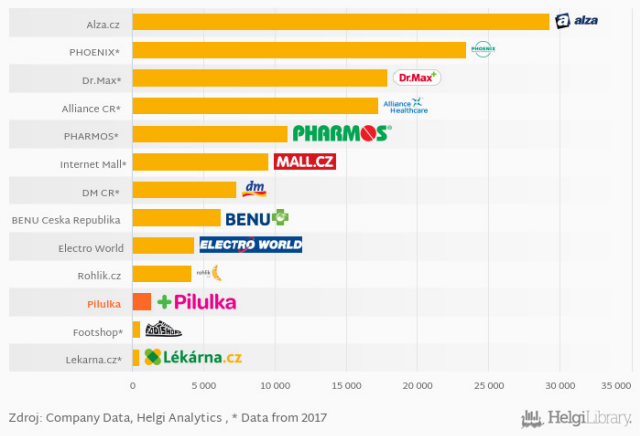
Capital Expenditure (CZK mil) & Capital Expenditure (as % of Sales)



Pilulka v domácím srovnání

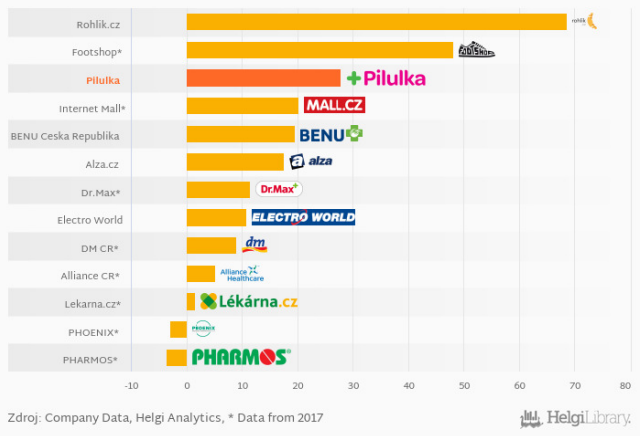
Největší firmy podle tržeb

CZK mil, 2019



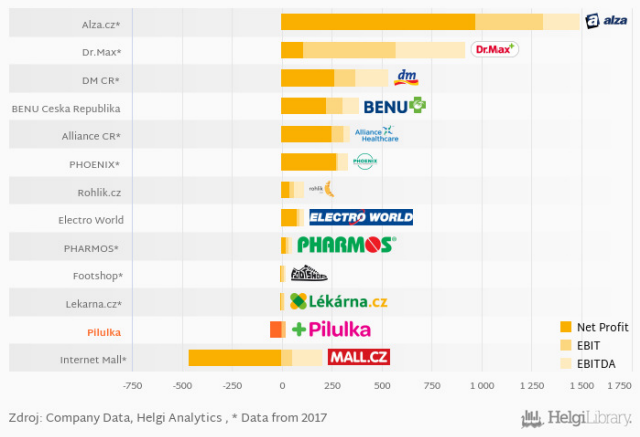
Firmy podle největšího nárůstu tržeb

Růst tržeb (%), 2019



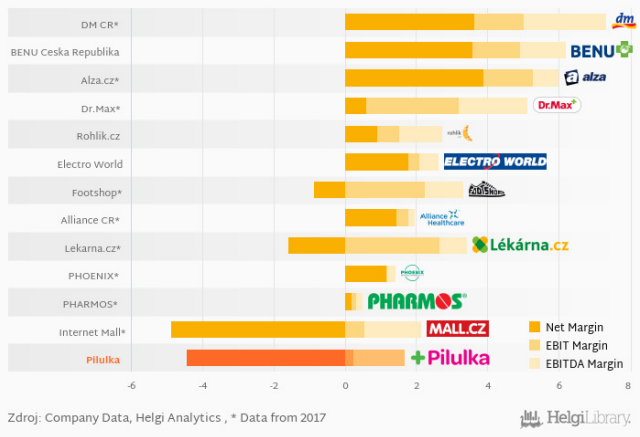
Největší firmy podle EBITDA

CZK mil, 2019



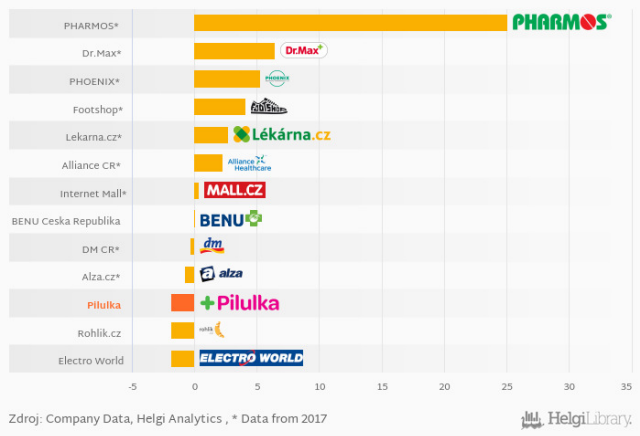
Firmy podle nejvyšší EBITDA marže

EBITDA marže (%), 2019



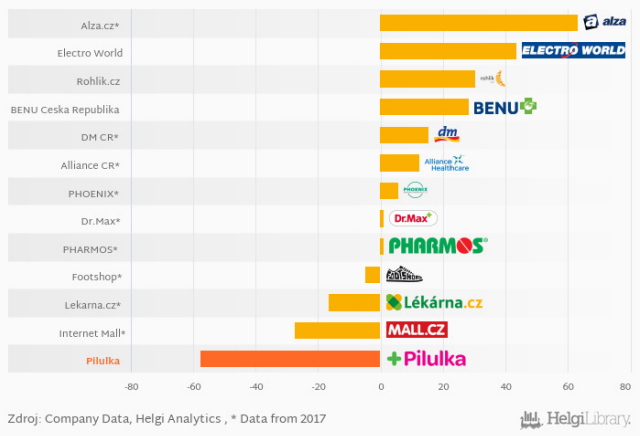
Firmy podle největšího zadlužení k EBITDA

Čistý dluh / EBITDA, 2019



FIrmy podle nejvyšší ziskovosti

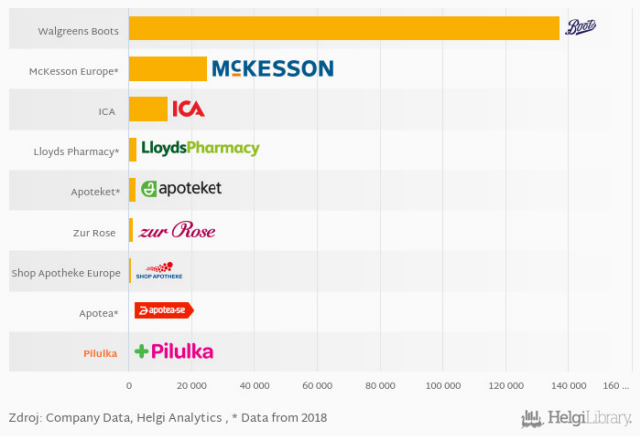
ROCE (%), 2019



Pilulka v mezinárodním srovnání

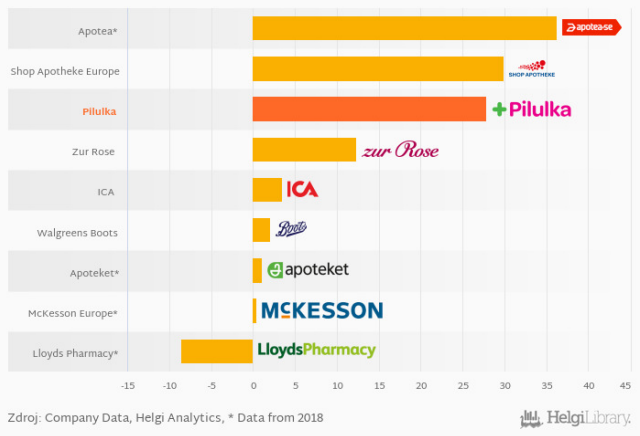
Největší firmy podle tržeb

USD mil, 2019



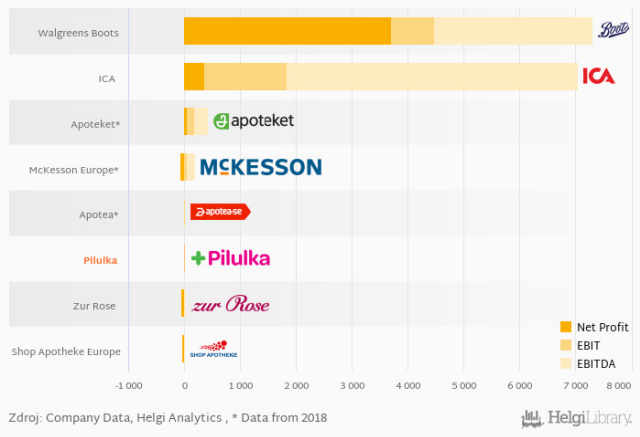
Firmy podle největšího nárůstu tržeb

Růst tržeb (%), 2019



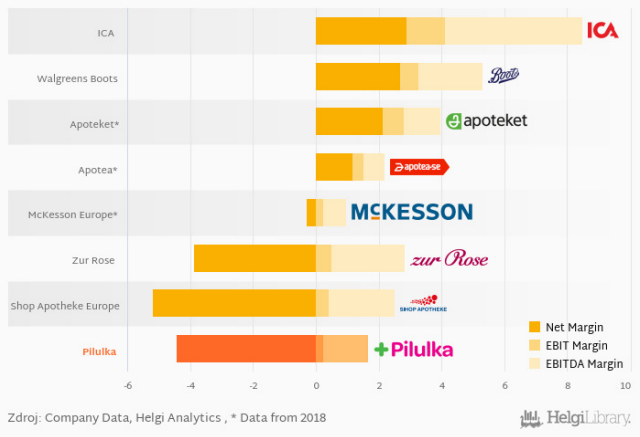
Největší firmy podle EBITDA

USD mil, 2019



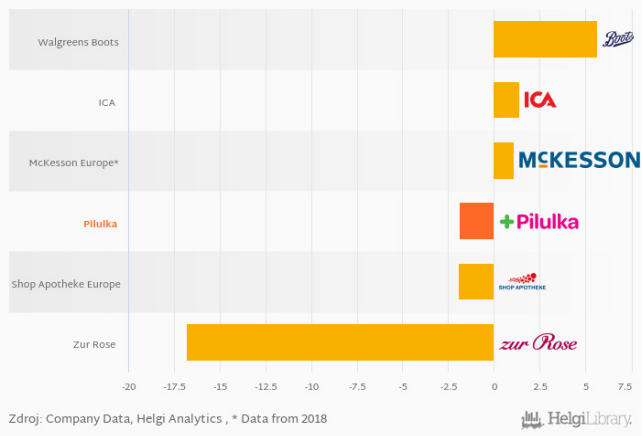
Firmy podle nejvyšší EBITDA marže

EBITDA marže (%), 2019



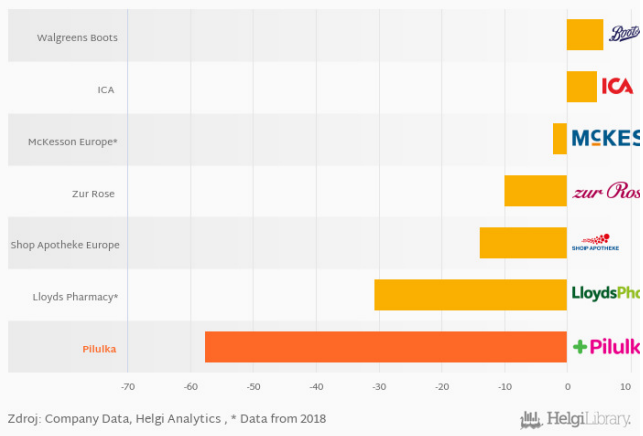
Firmy podle největšího zadlužení k EBITDA

Čistý dluh / EBITDA, 2019



FIrmy podle nejvyšší ziskovosti

ROCE (%), 2019



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
U Reálky 1076/4
779 00, Olomouc, Czech Republic
www.helgianalytics.com

© 2020, 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.