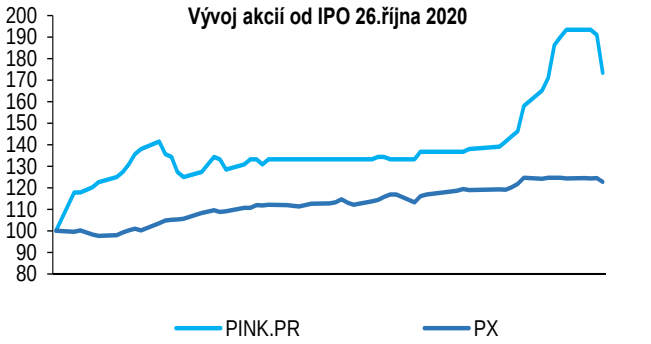
Pilulka Lékárny a.s.

Akumulovat

mil. Kč*	2019	2020e	2021e	2022e
Tržby	1 316	1 815	2 419	2 922
EBITDA	-10,6	-8,1	24,5	60,1
EBIT	-37,8	-38,2	-9,3	19,9
Čistý zisk po minoritách	-40,7	-47,0	-18,6	9,8
Celková aktiva	393,4	651,4	731,2	826,5
Čisté zadlužení	66,6	-86,6	-35,6	-19,9
Zisk na akcii (základní, Kč)	-16,3	-18,8	-7,4	3,9
Vlastní kapitál na akcii (Kč)	34,6	98,3	90,8	94,7
Dividenda na akcii (Kč)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/EBITDA (x)	-179,5	-216,9	73,4	30,3
P/E (základní, x)	-45,1	-39,1	-99,0	187,2
P/BV (x)	21,2	7,5	8,1	7,8
Dividendový výnos	0,0	0,0	0,0	0,0



Výkonnost	YTD	6 M	3 M	1 M
v Kč	25,6%	-	-	30,1%

Aktuální cena (Kč)	735,0	Reuters	PINK.PR	Free float	29%
Počet vydaných akcií (mil.)	2,5	Bloomberg	PINK	Největší akcionáři**:	Martin Kasa 19%
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	1 837,5	Div. ex-datum	Bez dividend		All Star Holding 19%, Petr Kasa 16%
Enterprise value (mil. Kč)	1 770,9	**Cílová cena:**	**859**	Homepage	https://www.pilulka.cz/

**Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na závěrečné ceně akcií k 21.lednu 2021 ** Odhad České spořitelny na základě IPO prospektu a prodaného objemu akcií v rámci IPO*

Analytik:

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

S přispěním:

Marka Dongrese
(analytik)

Editor:

Petr Bártek
(analytik)

Slibná jízda v digitálním trendu

Zahajujeme pokrytí akcií online prodejce léků a sortimentu z oblasti zdraví Pilulka Lékárny s doporučením Akumulovat a dvanáctiměsíční cílovou cenou 859 Kč/akcii určenou na základě 70% modelu DCF-FCFF a 30% odvětvového srovnání.

Pilulka je jedním z leaderů na online lékárenském trhu v ČR a SR a „first-mover“ v Rumunsku. Proti hlavním konkurentům (Dr.Max, Benu, Lékárna.cz) těží ze zkušenosti managementu (zakladatelé kasa.cz) a komplexního pojetí (in-house IT, doplňkové služby, vlastní distribuce). Díky výnosu 212 mil. Kč z úpisu akcií má záporné čisté zadlužení pro financování expanze.

Trend online penetrace lékárenského trhu byl loni zrychlen pandemií a v ČR očekáváme nárůst podílu online do roku 2025 z 8% na 22%. V SR je tento podíl poloviční a skokově roste. V Rumunsku byl online prodej OTC léků umožněn v roce 2019. Do roku 2025 proto odhadujeme průměrný růst tržeb Pilulky o 23% CAGR a díky provozní páce a zlepšování hrubé marže (o 60bp) růst EBITDA marže z loňské červené nuly na 3,6% do roku 2025.

Pilulka se na námi odhadovaném 0,8x EV/Tržby pro rok 2021 obchoduje s diskontem asi 60% proti odvětvovému mediánu. Diskont je z velké části odůvodněný (e-recepty v Německu, velikost trhu, likvidita titulu..). My ovšem vzhledem k výhledu tržeb a marží považujeme za férový jen 50% diskont. Existuje prostor pro jeho další zúžení v případě úspěšné expanze Pilulky v CEE/SEE regionu, rychlejším růstu jejích marží či umožnění online prodeje léků na předpis. Rizikem je hlavně kapitálově silná konkurence v ČR i SR.

Uvedené ceny jsou vztažené k poslednímu obchodnímu dni před vydáním reportu, pokud není uvedeno jinak, a jsou získávány z burz, Reuters, Bloomerg a dalších.

Obsah

Exekutivní shrnutí **3**

SWOT analýza **5**

Profil společnosti **6**

Organizační struktura *8*

Akcionářská struktura *9*

Historické milníky vývoje *10*

Corporate governance *10*

Strategie a cíle *12*

Regulace *13*

Popis a vývoj jednotlivých trhů **14**

Česká republika *14*
Konkurence v České republice *18*

Slovensko *21*
Konkurence na Slovensku *22*

Rumunsko *23*
Konkurence v Rumunsku *25*

Historie hospodaření **25**

Finanční výhled **29**

Výhled na tržby *29*

Výhled na EBITDA zisk *33*

Prognóza čistého zisku *35*

Prognóza cash flow *35*

Ocenění **37**

Metoda diskontovaných peněžních toků *37*

Scénáře DCF ocenění *40*

Odvětvové srovnání *41*

Tabulky **45**

Seznam použitých zkratek **46**

Exekutivní shrnutí

Zahajujeme pokrytí akcií online prodejce léků a sortimentu z oblasti zdraví a osobní péče Pilulka Lékárny, a.s. s doporučením Akumulovat a dvanáctiměsíční cílovou cenou 859 Kč/akcii určenou na základě 70% váhy modelu DCF-FCFF a 30% váhy odvětvového srovnání. Zatímco DCF-FCFF model indikuje cílovou cenu 785 Kč/akcii, odvětvové srovnání při aplikování 50% diskontu na EV/Tržby indikuje 1 030 Kč/akcii. Optimistický a negativní scénář DCF-FCFF indikují široké rozpětí cílových cen 241-1495 Kč/akcii, což je vzhledem k závislosti ocenění mladé a ještě ztrátové firmy na pokračujícím rychlém růstu běžné. U tohoto titulu je třeba počítat s prudkými reakcemi na reportované výsledky či na změny v regulace atd.

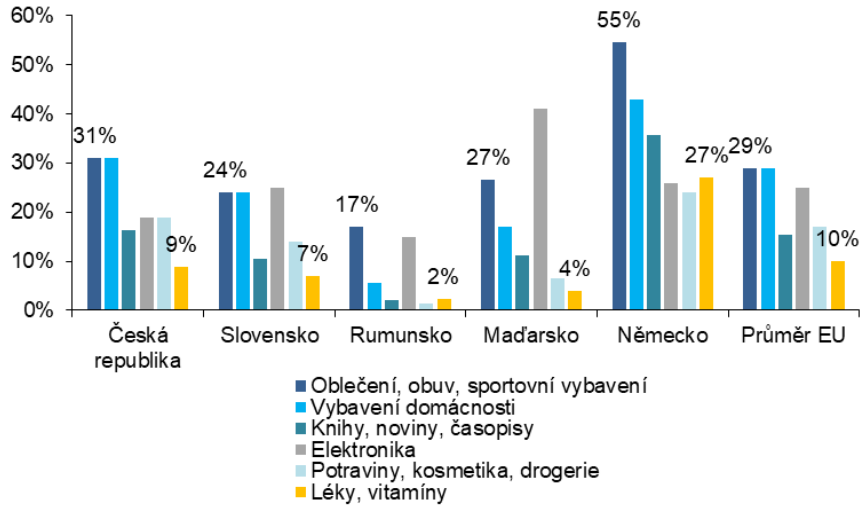
Pilulka je jedním z předních lékárenských řetězců v ČR specializovaný na online prodej, který zde doplňuje síť vlastních a franšízových lékáren. Na online lékárenském trhu má podle našich odhadů tržní podíl kolem 20%. Mimo ČR firma působí pouze online na Slovensku, kde odhadujeme online tržní podíl na 35%, a v Rumunsku (kde online trh s OTC léky teprve vzniká).

Charakteristikou firmy je její zaměření na digitální optimalizaci podnikání v lékárenském oboru od zákaznické zkušenosti, interních procesů, po vztahy s dodavateli a distribuci. Digitální přístup a inovace v historicky poměrně rigidním lékárenském oboru by měla být hlavní deviza v silně konkurenčním, nízkomaržovém prostředí, kde výhodou bude rozvoj doprovodných služeb a zákaznického servisu.

Za hlavní investiční příběh Pilulky považujeme trend digitalizace maloobchodu, který se v posledních letech ve zvýšené míře začal promítat i do lékárenského trhu. Tento trend by měl umožnit růst tržby na úrovně, kde se projeví úspory z rozsahu a firma začne dosahovat pravidelné ziskovosti. Podstatnou událostí je i pandemie COVID-19, která trend digitalizace v lékárenství urychlila. Pilulce díky tomu loni dle předběžných údajů rostly tržby přes 35% meziročně, z toho online tržby téměř o 50%.

Prostor pro další silný růst tržeb by měla poskytnout doposud nižší online penetrace lékárenských trhů, kde pilulka působí, jednak vůči zemím západní Evropy, ale také ve srovnání jednotlivých kategorií zboží v daných zemích.

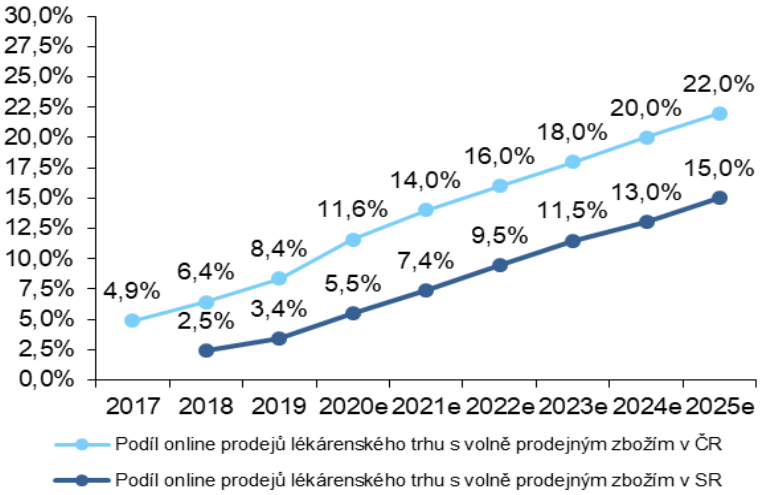
Podíl osob, které nakupují na internetu vybrané druhy zboží



Zdroj: Eurostat (2019), Česká spořitelna Research

V České republice, která patří v rámci zemí Střední Evropy z hlediska e-commerce k nejpokročilejším, by mohl dle našich odhadů růst podíl online lékárenského trhu do roku 2025 ke 22% a na Slovensku k 15%. To představuje průměrné roční růsty těchto trhů o 23% resp. 33% CAGR. V ČR odhadujeme stabilní tržní podíl Pilulky na 20%, zatímco pro Slovensko klesající o 5pb z 35% kvůli absenci podpůrné kamenné sítě lékáren. V Rumunsku, kde je online penetrace i z regulatorních důvodů velmi nízká, odhadujeme získání tržního podílu v rámci jednotek procent. Na základě těchto předpokladů odhadujeme do roku 2025 růst celkových tržeb tempem 23% CAGR.

Výhled podílu online na OTC lékárenském trhu v ČR a SK



Zdroj: Iqvia (2020), Česká spořitelna Research

Odhadujeme, že Pilulka od roku 2021 začne generovat zisk na EBITDA úrovni a ten do roku 2025 poroste tempem 60% CAGR k úrovni 170 mil. Kč. To bude umožněno silným růstem tržeb a s tím souvisejícími úsporami z rozsahu při silné škálovatelnosti online prodeje. Dosažení čistého zisku očekáváme v roce 2022 a do roku 2025 by mohl vzrůst k úrovni 80 mil. Kč. Úspory by se měly projevit zejména v oblasti mzdových nákladů, využití skladovacích kapacit a IT systémů. Rostoucí tržby otevírají prostor pro optimalizaci výdajů na marketing. Vyšší obrat by měl zvýšit množstevní bonusy od dodavatelů, počítáme s růstem hrubé marže o 0,6pb na 26,5%.

Díky proběhlému IPO v říjnu 2020 má Pilulka čistou hotovostní pozici odhadem kolem 90 mil. Kč, která by měla umožňovat komfortní financování investic a dalšího růstu či případně prostor pro akvizici.

Akcie Pilulky se na 0,8x EV/Tržby pro námi očekávané tržby a zadlužení v roce 2021 obchodují s diskontem kolem 60% oproti srovnávací skupině online lékáren. To je z velké části opodstatněné působením na menších trzích, přísnějším regulatorním prostředím a s tím souvisejícím nižším výhledem na růst tržeb a marže. Faktorem je i menší podíl firmy volně obchodovaný na trhu a nižší likvidita titulu. Povolení online prodejů na předpis v zemích, kde Pilulka působí, by mohlo snížit tento diskont. Stejně jako úspěšná expanze na další trhy v CEE/SEE regionu a prokázání schopnosti kontrolovat náklady.

Za největší riziko pro naše ocenění považujeme tlak stávající i nové konkurence (například ze strany zavedených online maloobchodníků), jež se může odrazit na nižším než očekávaném růstu tržeb, případné zmaření expanze do Rumunska či tlaku na marže. Z hlediska vývoje akcií je rizikem i možný prodej většího množství akcií ze strany stávajících akcionářů.

SWOT analýza

Silné stránky

- Rychlý dvojciferný růst on-line lékárenského trhu na jádrových trzích a first mover pozice na rumunském online trhu s OTC léky
- V ČR síť kamenných lékáren podporující značku a distribuční možnosti
- Vlastní jádrové IT systémy (flexibilita a možnost škálování)
- Inovativní důraz na IT v rámci lékárenského oboru
- Dlouholetá prověřená zkušenost managementu s e-commerce
- Účast zakladatelů na řízení podniku
- Silná rozvaha po nedávném IPO
- Zkušenosti s úspěšnou expanzí do zahraničí
- Dobrá historie v akvizičním růstu – kamenné lékárny, online konkurent na Slovensku, síť franšízových lékáren
- Vlastní dovážková služba Pilulka auto s expresním doručením v Praze, Bratislavě a Bukurešti

Slabé stránky

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

Příležitosti

- Potenciální uvolnění regulace prodeje léků na předpis online
- Pokračující online kanibalizace trhu kamenných lékáren
- Rychlejší než očekávaný růst na perspektivním trhu v Rumunsku a úspěšný vstup do Maďarska
- Expanze na další méně online penetrované trhy v CEE/SEE
- Akviziční růst
- Úspory z rozsahu při silném růstu tržeb
- Zvyšování míry retence zákazníků díky posilování značky
- Prodej privátních značek výrobků s vyšší marží
- Rozvoj Marketplace
- Rozvoj zdravotnických/lékárnických služeb nad rámec prodeje zboží

Rizika

- Vstup dalšího silného e-commerce hráče na trhy, kde firma působí
- Konkurenční tlak na ceny, zhoršení hrubé marže
- Možný tlak na cenu akcií v případě prodejů ze strany současných akcionářů. Současní akcionáři se v rámci IPO nezavázali k období, během něhož nemohou prodávat akcie (tzv. lock-up období)

- Nedosažení nákladových úspor a tím nerealizování růstu provozní marže předpokládaným tempem
- Zvýšení nákladů na retenci a akvizici nových klientů
- Riziko zpřísnění regulace
- Zásahy regulátorů, udělení pokut
- Riziko nevydaření zahraniční expanze s vynaložením značných nákladů
- Riziko kybernetického útoku, ochrana osobních dat klientů
- Potenciální exit zakladatelů ze společnosti by především oslabil management firmy
- Měnové riziko při rostoucím zisku v zahraničí
- Obecné ekonomické zpomalení, růst nezaměstnanosti

Profil společnosti

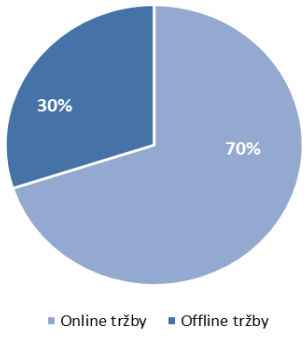
Pilulka Lékárny a.s. je společnost provozující online lékárny v ČR, Slovensku a Rumunsku, spolu s provozem vlastních kamenných lékáren a franšízové sítě v ČR. Firma byla založena v roce 2013 Martinem a Petrem Kasovými, jež založili například internetových obchod s elektronikou kasa.cz. Zaměření Pilulky je primárně směřováno na online prodej lékárenského zboží a zboží celkové péče o zdraví s možností rozvozu a prodejem prostřednictvím kamenných lékáren ve vlastní síti.

Logo společnosti

Zdroj: Pilulka

Online tržby za zboží dnes představují velkou většinu celkových tržeb firmy. Zbytek tvoří tržby vlastních kamenných lékáren (offline) v ČR a tržby z licencí v rámci franšízové sítě Pilulka partner. Samotné tržby lékáren z franšízové sítě firma do vlastního obratu nezahrnuje.

Struktura tržeb Pilulky podle prodejního kanálu



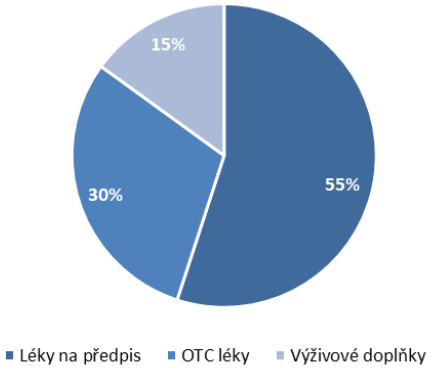
Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

Mimo léků na předpis, volně prodejných léků a zdravotnických prostředků Pilulka nabízí široký sortiment zboží z oblasti zdraví, aktivního života, prevence, kosmetiky, drogerie a další.

Struktura tržeb je velmi odlišná v závislosti na prodejním kanálu. Z pohledu celé firmy již většinu tržeb netvoří léky, nýbrž ostatní volně prodejné zboží. I přesto volně prodejné léky zůstávají jedním z hlavních impulsů pro nákup na Pilulce a spolu s širším produktovým spektrem v této oblasti ji diferencují oproti prodejcům stejného doplňkového zboží mimo obor lékárenství (drogerie, supermarkety, e-shopy (Alza, Mall, Rohlík..). Volně prodejné léky jsou podle firmy obsaženy přibližně v každém druhém nákupu na Pilulce.

V rámci segmentu prodeje v kamenných lékárnách (offline) Pilulka v září 2020 disponovala 32 vlastními lékárnami a dalšími 120 franšízovými provozovnami v České republice, což ji řadí mezi 3 největší tuzemské sítě kamenných lékáren. Největší část tržeb v kamenné síti tvoří předpisové léky (55%) a volně prodejné léky (30%), doplněné prodejem potravinových doplňků (15%).

Struktura offline tržeb Pilulky za 1. pol. roku 2020



Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

V rámci segmentu online prodeje lékárenského a obdobného sortimentu se zajištěním expresní dopravy k zákazníkovi se, s ohledem k realizovaným tržbám, Pilulka řadí na českém a slovenském trhu podle svého vyjádření na první místo. Ostatní silné řetězce Dr.Max či Benu dosahují obdobných objemů online prodejů, nicméně přes 80% objednávek zákazníci vyzvedávají v kamenných pobočkách, u Pilulky je tento podíl naopak menšinový.

Pilulka dále operuje v Rumunsku a v roce 2021 plánuje expanzi do Maďarska. Svým růstem v řádu desítek procent ročně patří Pilulka k nejrychleji rostocím e-commerce společnostem v regionu střední a východní Evropy.

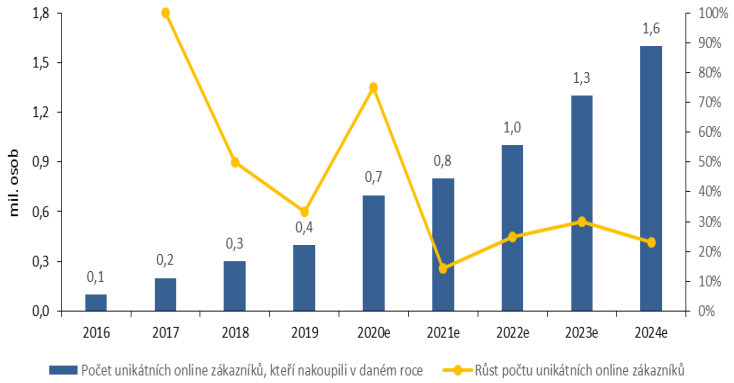
Online prodeje jsou tvořeny především kosmetikou a drogérií (24%), výživovými doplňky (20%), volně prodejnými léky (19%) a potřebami pro matku a dítě (19%).

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

Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

Pilulka očekává za rok 2020 růst počtu nových zákazníků o 80% na 600tis. registrovaných zákazníků. Do roku 2024 očekává, že tento počet více než zdvojnásobí. Dvě třetiny online zákaznické báze tvoří lidé ve věku 25-44 let s výraznou převahou žen. Demografické rozložení klientů je v online kanálu tedy výrazně odlišné od typických kamenných lékáren s převahou starších osob. To souvisí i se zmiňovaným spektrem zboží, jež je zde založeno zejména na prevenci a proaktivním přístupu k vlastnímu zdraví.

Počet unikátních online zákazníků, kteří nakoupili v daném roce

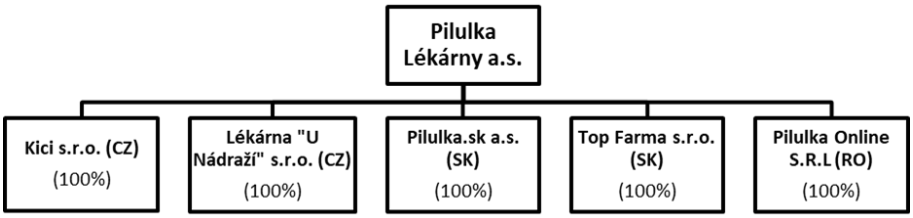


Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research (Výhled je odhadem Pilulky)

Organizační struktura Pilulky

Společnost Pilulka Lékárny a.s. má po proběhlé konsolidaci v letošním roce jednoduchou korporátní strukturu, je mateřskou společností celkem 5 právnických osob, z nichž jsou 2 české, 2 slovenské a 1 rumunská. Ve všech dceřiných společnostech vlastní 100% podíl, když v listopadu odkoupila zbývající 30% podíl v rumunské Pilulka Online S.R.L. za přibližně 10 mil. Kč. K formálnímu převodu podílu mělo dojít k 1.1.2021.

Organizační struktura Pilulky



Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

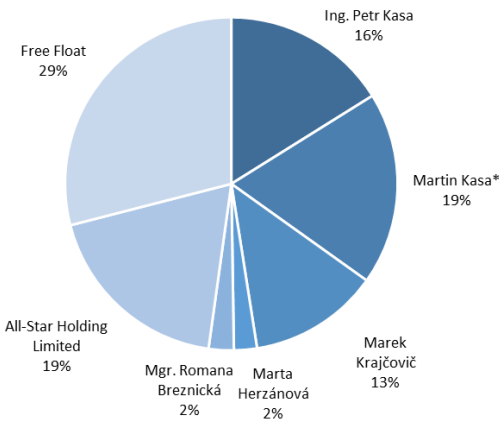
Pro právnickou osobu KICI provozující jednou kamennou lékárnu Pilulka hledá potenciálního kupce. Pilulka odhaduje krátkodobý negativní dopad kolem 1 mil. Kč, jedná o prodej ztrátové lékárny. Další administrativní zjednodušení by měl přinést plánovaný převod lékárny v Českém Brodě ze společnosti Lékárna „U Nádraží“ s.r.o. na mateřskou společnost. Po úpravách by tak Pilulka Lékárny a.s. měla mít pod sebou pouze právnické osoby: Pilulka.sk a.s., Top Farma s.r.o. a Pilulka Online S.R.L.

Celkově se struktura společnosti jeví jako průhledná a měla by poskytovat možnost pro rychlé rozhodování. Vrcholový management přímo řídí jednotlivé právnické osoby.

Akcionářská struktura

Společnost měla před letošním IPO vydanou jednu tranši 2 milionu kusů akcií. V rámci uvedení na trh START BCPP bylo vydáno 500 tisíc nových akcií a stávající akcionáři prodali 225 tis. akcií. Doposud nebylo zveřejněno, v jakém poměru stávající akcie prodával finanční investor All Star holding a v jakém Kovářská s.r.o. (vlastněná Martinem Kasou), jež měly být dle prospektu akcionáři prodávající při IPO. Následující ilustrace akcionářské struktury proto uvažuje, že stávající akcionáři se podíleli na prodeji ve stejném poměru, jak bylo domluveno před IPO (2/3 finanční investor, 1/3 M. Kasa).

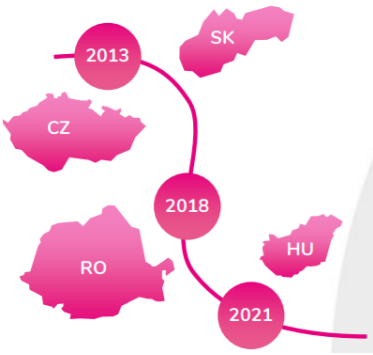
Akcionářská struktura Pilulky



**včetně cca 3% podílu vlastněného skrze společnost Kovářská s.r.o.*
Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Historické milníky vývoje Pilulky

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



Zdroj: Pilulka

Corporate governance

Vrcholové vedení společnosti sestává od května 2020 z pěti členů: **Petr Kasa**, **Martin Kasa**, **Martin Navrátil**, **Michal Hanáček** a **David Staněk**.

Společnost založili a řídí bratři Kasové, Ing. **Petr Kasa** z pozice generálního ředitele a **Martin Kasa** z pozice ředitele strategie. Oba jsou zároveň jedinými, kteří tvoří **představenstvo Pilulky**.

Vrcholový management

Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

V minulosti vybudovali mimo jiné úspěšný internetový portál Kasa.cz a jsou v oboru e-commerce známými podnikateli s bohatými zkušenostmi. Do kompetence výkonného ředitele náleží zejména denní řízení společnosti a vyhodnocování činnosti skupiny. Do kompetence strategického ředitele patří rozvoj společnosti, regulatorní záležitosti a řízení zahraničních poboček.

Pozici finančního ředitele zastává Ing. **David Staněk**, který dlouhodobě působil na pozici finančního analytika v HP a před vstupem do Pilulky dva

roky působil v ZOOT, také na pozici finančního ředitele. Všechny předchozí pozice byly spojené s regionem Střední a Východní Evropy, což by mohlo být výhodou při možných expanzích.

Provozním ředitelem je **Michal Hanáček**, který má dlouhodobé zkušenosti z IT a provozu. Spolupracoval na projektu Květiny Express, kde měl na starosti business development, marketing a projektový management.

Komerčním ředitelem je Ing. **Martin Navrátil**, který dříve působil jako strategický analytik v Komerční bance, jako auditní koordinátor ve skupině Pricewaterhouse Coopers, KBC Bank & Verzekering či jako výkonný člen vedení KBC Banky a.d. Beograd. Největším přínosem pro Pilulku by mohla být jeho role v rámci skupiny Home Credit, kde zastával pozice v oblasti digitalizace bankovnictví.

Představenstvo a dozorčí rada Pilulky

Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Statutárním orgánem je představenstvo, které podle stanov jmenuje valná hromada. Jedinými členy představenstva jsou samotní zakladatelé Kasovi, kteří tak mohou zastupovat Pilulku každý samostatně, ve všech věcech a bez jakéhokoli omezení.

Dozorčí radu Pilulky volí valná hromada. Současnými členy jsou Mgr. **Martin Buchta** (předseda), Mgr. **Miloš Čebík** a pan **Marek Krajčovič**. Dle obvyklých zvyklostí má dozorčí rada právo nahlížet do všech dokladů týkající se činnosti Pilulky, kontrolovat vedení účetních zápisů a dohlížet na dodržování právních předpisů a stanov.

Pro management měla Pilulka zaměstnanecký program, v rámci kterého mohli vybraní vedoucí zaměstnanci participovat na ekonomických výsledcích. Z tohoto opčního programu přetrvávají opční práva (do konce roku 2023) dvou osob (současného provozního ředitele Michala Hanáčka a bývalého zaměstnance Tomáše Baiera) v celkovém rozsahu 36 076 kusů akcií. Odměny a věcná plnění pro členy správních, řídících a dozorčích orgánů a členům vrcholového vedení činily v roce 2019 8,5 mil. Kč.

Strategie a cíle

Pilulka má dle svých slov tři hlavní vize:

- Vytvořit jednu z **největších skupin v segmentu lékárenství** v Evropě
- **Změnit způsob, jakým se prodávají léky**
- Přinést do tohoto konzervativního odvětví **prozákaznický přístup, technologie a inovace**

„Základní strategií Společnosti i Skupiny je být inovátorem v oblasti on-line prodeje lékárenského a přidruženého zboží. Cílem je zlepšovat zákaznický zážitek (tedy komplexní nákupní proces od vyhledání produktů a informací přes nákup až po průběžné informování o dodávce zákazníkovi) a přinášet moderní trendy – kompletní péči online, jednoduché platební metody či rychlé doručení – do lékárenského segmentu.“ (Prospekt Pilulky).

Cenová politika Pilulky není primárně založena na diskontních cenách oproti konkurenci, zákazníky se snaží oslovit doprovodnými službami, expresním dodáním objednávek v hlavních městech, věrnostními programy či cíleným využitím IT pro marketing a upselling.

Automatizované systémy sledují nákupní trendy a vývoj zákaznických preferencí a dle toho například dokáží upravovat cenový mix několikrát během dne.

V rámci růstu společnosti postupně přešla na vlastní jádrové IT systémy, které jí umožňují flexibilitu a kolem kterých buduje i ostatní outsourcované aplikace. Od roku 2018 Pilulka provozuje e-shop na vlastním systému, předtím jej outsourcovala. Společnost akcentuje důraz na další růst vlastních systémů jako podstatné konkurenční výhody a většinu investic firmy představují právě IT.

Společnost se nebrání růstu skrze akvizice, jak už prokázala v roce 2018 na Slovensku, nicméně primární cestou je organický růst. Expanzi do ostatních zemí řídí z centrály v ČR, která pro ostatní trhy zajišťuje podporu backoffice činností.

Zatímco internet představuje hlavní strategický kanál prodeje, síť kamenných lékáren slouží i jako marketingová a distribuční podpora, zvyšující důvěru ve značku. V oblastech, kde má Pilulka vlastní či partnerskou lékárnu firma registruje výrazně vyšší prodeje i online.

Vícekanálovou strategii firma také doplňuje budováním vlastního marketplace pro výrobce, pro něž zajišťuje související služby. Mimo to v roce 2020 například spustila internetový obchod s výhradním zastoupením značky Yves Rocher a tento způsob spolupráce chce rozšiřovat i nadále.

Z hlediska finanční strategie firma nemá veřejně deklarovaný cíl pro zadlužení ani dividendovou politiku.

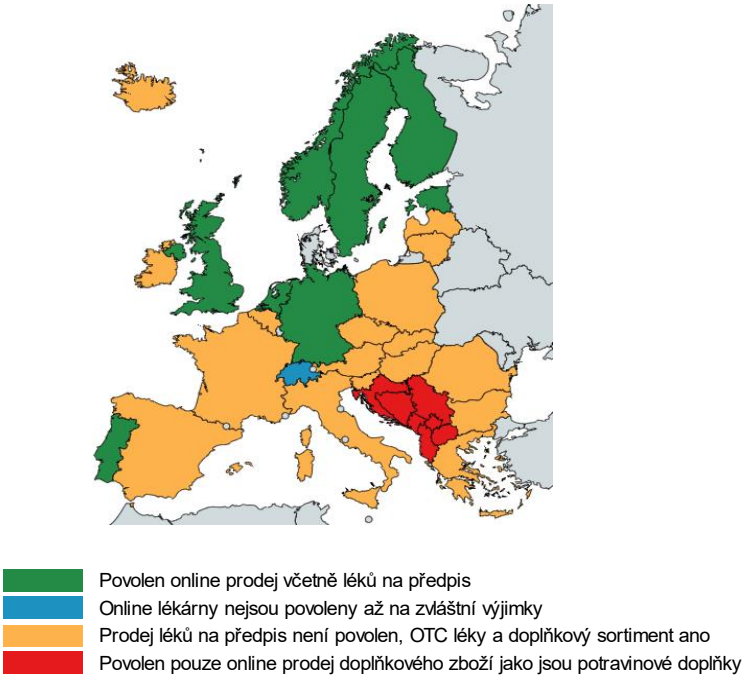
Regulace

Internetové lékárny musejí splňovat požadavky vyplývající ze **zákona o léčivech** (zákon č. 378/2007 Sb.) mezi které patří povinnost zajistit například:

- *Balení a dopravu léčivých přípravků způsobem, který zajistí zachování jejich jakosti; lékárna odpovídá za jakost léčivých přípravků, a to i v případě, že si zajistí přepravu externě.*
- *Aby zásilky byly odeslány nejdéle ve lhůtě 48 hodin od přijetí objednávky tak, aby bylo zajištěno jejich dodání objednateli nejdéle ve lhůtě 3 dnů od přijetí objednávky, nebo aby bylo objednateli nejdéle ve lhůtě 3 dnů od přijetí objednávky oznámeno, že v této lhůtě nelze zásilku dodat.*
- *Informační službu poskytovanou farmaceutem nebo farmaceutickým asistentem po vymezenou provozní dobu*

Podstatným faktorem, který doposud omezuje velikost a růst online trhu s léčivy je současný zákaz online prodeje léků na předpis. Ten je v Evropě zatím povolen v menšině zemí, například v Německu, Velké Británii, Švýcarsku či Nizozemsku. Diskuze ohledně povolení prodejů nicméně aktivně probíhají i v ostatních zemích včetně ČR a zdá se, že trend deregulace povede k uvolnění prodejů dříve či později ve většině evropských zemí. K tomu může pomoci i současná pandemie COVID-19, jež ukazuje na vhodnost této alternativy prodeje při mimořádných událostí, jaké jsme svědky.

Mapa zemí Evropy s možností online prodeje léků na předpis



Zdroj: IQVIA (2020); Česká spořitelna Research

Mezi státy s možností online prodeje léků na předpis patří především státy Západní a Severní Evropy, které se prezentují vyšším podílem celkových výdajů na zdravotnictví vůči HDP (nad 10%). Česká republika, Slovensko, Rumunsko i Maďarsko tento podíl mají pod 8%. V případě rozvolnění zákazu online prodeje léků na předpis by se mohl potenciál **velikosti obratu na online trhu s léčivy v těchto zemích postupně zdvojnásobit až ztrojnásobit.**

Popis a vývoj jednotlivých trhů

Česká republika

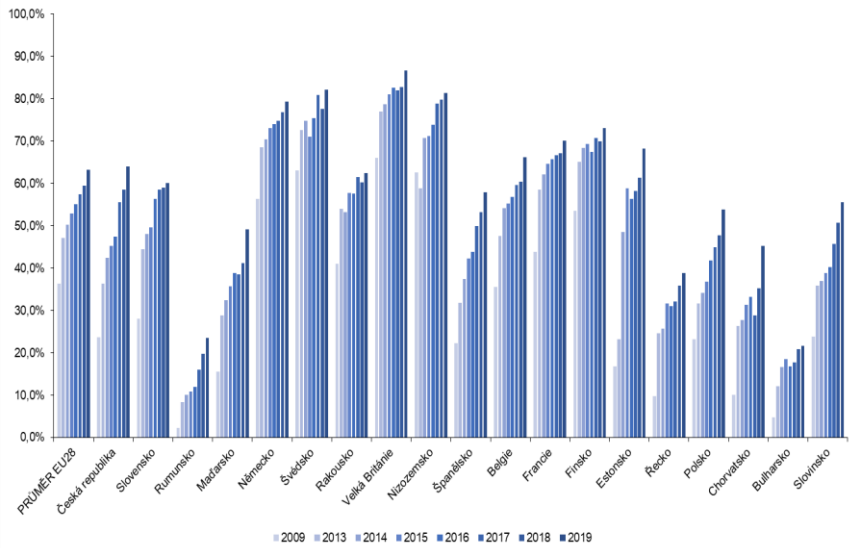
Česká republika	Makroekonomický přehled										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Růst reálného HDP	5,5%	2,4%	5,4%	3,2%	2,3%	-7,7%	3,9%	4,3%	3,9%	3,0%	2,5%
Inflace	0,4%	0,7%	2,4%	2,2%	2,8%	3,2%	2,4%	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%
Nezaměstnanost	5,1%	4,0%	2,9%	2,3%	2,0%	2,7%	4,8%	4,1%	3,0%	2,0%	2,0%
Růst maloobchodních tržeb (reálný)	5,8%	4,8%	5,9%	5,0%	4,8%	-2,1%	6,4%	5,7%	-	-	-
E-commerce trh (mld. Kč)	81	98	115	135	155	190	-	-	-	-	-
růst e-commerce	*21%*	*21%*	*17%*	*17%*	*15%*	*23%*	-	-	-	-	-
podíl na celkových maloobchodních tržbách	*8,1%*	*9,5%*	*10,4%*	*11,5%*	*12,6%*	*15,3%*	-	-	-	-	-
Podíl obyvatel nakupujících na internetu	45%	47%	56%	59%	64%	-	-	-	-	-	-
Výdaje domácností na léky jako % z HDP	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	-	-	-	-	-	-	-
Spotřeba léků na osobu v USD v PPP	444	465	491	508	-	-	-	-	-	-	-
Tržby lékáren za léky a zdrav. prostředky (mld. Kč)	73	76	82	88	-	-	-	-	-	-	-
růst	*7,5%*	*3,4%*	*8,9%*	*7,4%*	-	-	-	-	-	-	-
Maloobchod s kosmetikou a drogerií (mld.Kč)	20,0	21,8	22,7	24,5	26,0	-	-	-	-	-	-
růst	7,8%	9,0%	4,1%	7,9%	6,1%	-	-	-	-	-	-

Zdroj: ČSÚ, APEK,OECD, Česká spořitelna, odhady do roku 2022 od České spořitelny, od roku 2023 IMF, odhad e-commerce pro rok 2020 od APEK

Podle prognózy České spořitelny by se měl růst HDP v roce 2021 po loňském propadu, vyvolaném pandemií COVID-19, vrátit k růstu cca 4%. Maloobchodní tržby rostly od roku 2015 průměrným reálným tempem přes 5% se zesíleným nominálním růstem od roku 2017 díky vyšší inflaci. Podmínky byly podpořeny klesající nezaměstnaností na rekordně nízké hodnoty, silným reálným růstem mezd a z toho plynoucí rostoucí kupní síly obyvatel. Letošní krize tento trend pozastavila a reálné maloobchodní tržby poklesnou, nicméně v roce 2021 by se měl růst dle odhadů ČS vrátit k růstu přes 6%. Soukromou spotřebu by mělo podpořit i vládní snížení daně z příjmu z 20,1% na 15%.

Spolu se zvyšováním penetrace internetu rostou maloobchodní tržby na internetu neboli e-commerce od roku 2010 průměrným tempem 17% ročně. Podíl e-commerce na celkových maloobchodních tržbách by letos měl překonat 15% i díky pandemii COVID-19, jež trend růstu podílu online tržeb podpořila ve všech kategoriích. Počet osob z populace, jež nakoupily online v roce 2019 dle dat ČSÚ překonal 64%, čímž se ČR zařadila mírně nad průměr EU.

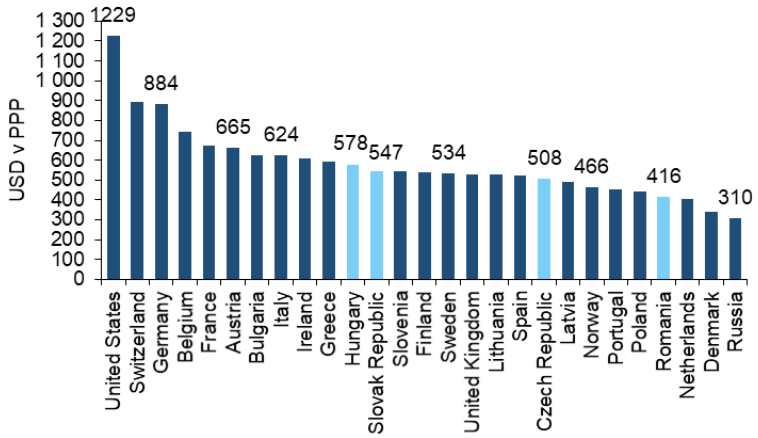
Podíl osob v populaci, jež v posledních 12 měsících alespoň jednou nakoupily online



Zdroj: ČSÚ, Eurostat, Česká spořitelna Research

Výdaje obyvatel na léky jsou v ČR podle dat OECD pod průměrem sledovaných zemí a v posledních letech rostou obdobným tempem jako výdaje v západních evropských zemích. Slovensko i Maďarsko mají spotřebu vyšší, v posledních letech ale stagnuje, až klesá. Rumunsko má úroveň spotřeby nižší, nicméně její růst je v posledních letech vyšší a bude zřejmě ostatní země dále dohánět.

Výdaje na léky v paritě kupní síly

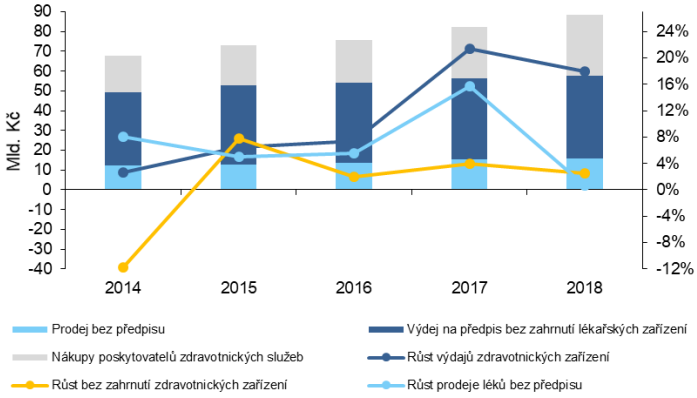


Zdroj: OECD, Česká spořitelna Research

Tržby za léky a zdravotnické prostředky v ČR podle dat ÚZIS rostly od roku 2010 do roku 2018 průměrným tempem cca 3% na úroveň 88 mld. Kč. Od roku 2015 se dynamika zrychlila přes 6% zejména díky zvýšenému růstu výdajů na léky ze strany poskytovatelů zdravotní péče, jež rostly tempem až 20% na úroveň 30 mld. Kč. Nemocnice však drtivou většinu léků nakupují přes vlastní nemocniční lékárny, pro soukromé provozovatele lékáren tedy tato část trhu nepředstavuje přílišný potenciál. Volný prodej léků a

zdravotnických prostředků bez předpisu rostl průměrným tempem 7% na úroveň 15,6 mld. Kč a jeho podíl na celkových tržbách za léky osciluje mezi 17-18%. Ze segmentu léků je pro Pilulku vývoj spotřeby volně prodejných léků důležitější, jelikož online prodej léků na předpis není povolen. V tradičních lékárnách většinu tržeb stále tvoří tržby za předepsané léky (kolem 60%), podle vyjádření managementu ale Pilulka výraznou expanzi ze současného počtu 32 vlastních kamenných lékáren neplánuje. Potenciál na expanzi v segmentu předpisových léků by mohla přinést budoucí liberalizace trhu a povolení prodeje online.

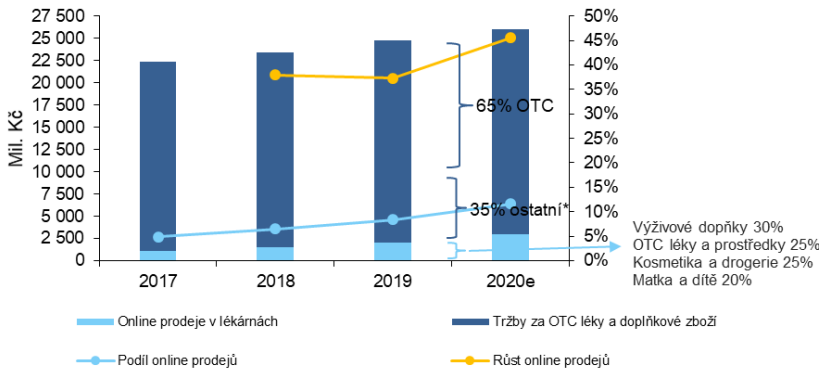
Výdaje za léky a zdravotnické prostředky v ČR



Zdroj: SUKL,ÚZIS, Česká spořitelna Research

Růst Pilulky nyní nicméně pramení především z růstu online prodejů, kde většinu tržeb mimo volně prodejné léky tvoří další 3 hlavní segmenty. Těmi jsou výživové doplňky, kosmetika + drogerie a segment mateřských a dětských potřeb, jako jsou pleny či dětská výživa.

Tržby lékáren za volně prodejné léky a doplňkové zboží



Zdroj: Iqvia (2020), Česká spořitelna. Pozn.: podíly segmentů jsou odhady ČS na základě dat Pilulky a Dr.Max, velikost celkového trhu s volně prodejným zbožím v roce 2020 je odhad ČS na základě dat Iqvia za první polovinu roku.

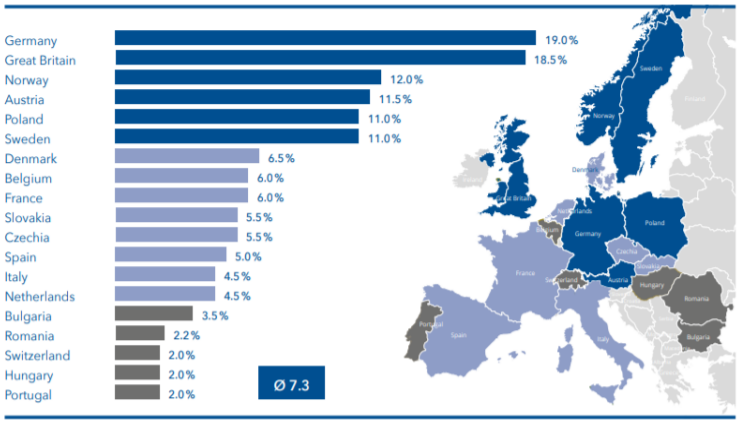
**Kategorie ostatní zahrnuje především segmenty kosmetiky a drogerie, zdravotnické pomůcky, výživové doplňky a mateřské a dětské potřeby.*

Podíl online prodejů volně prodejných léků a ostatního zboží v lékárnách v ČR setrvale roste a v roce 2019 dosáhl dle dat Iqvia 8,4%. Za rok 2020 by podle našich odhadů měl překonat 11%. Rychlému růstu online prodejů aktuálně pomáhá pandemie COVID-19 a související restriktivní opatření, jež se promítají do většího času obyvatel tráveného doma, tedy mimo práci i nákupní zóny. Roli sehrává i skokový růst zájmu o dezinfekční a ochranné prostředky a celkově preventivní a ochranná péče proti koronaviru.

Dá se předpokládat, že silný růst online prodejů bude pokračovat i po odeznění pandemie, v souladu s již přítomným dlouhodobým trendem, ale také trvalejšími strukturálními změnami, vyvolanými pandemií.

Odhadujeme, že by podíl online tržeb ve volně prodejném a doplňkovém lékárenském sortimentu mohl do roku 2025 růst k 22%, což znamená růst asi 23% CAGR. Tím by se online prodeje přiblížily zhruba současnému podílu online prodejů lékárenského zboží v Německu (mezi 20-25%), jež zde patří v tomto ohledu v Evropě k nejvyšším. Německo má vůbec silnou vůdčí pozici v e-commerce v rámci pevninské Evropy a ostatní země následují trendy, jež se zde odehrávají. Očekáváme, že Česká republika, jež se řadí k nejpokročilejším e-commerce trhům ve Střední Evropě bude trend v Německu i nadále dlouhodobě následovat.

Ilustrativní mezinárodní srovnání online penetrace volně prodejného lékárenského zboží s daty z roku 2017

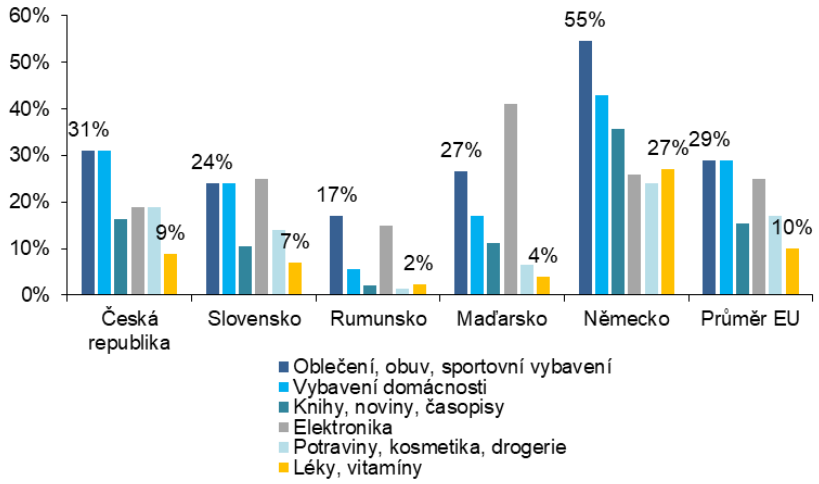


Zdroj: Shop Apotheke, Sempora Consulting

Výše uvedená data se netýkají léků na předpis, při jejich započítání je online penetrace celkového lékárenského trhu v uvedených evropských zemích podle Shop Apotheke asi pouze 2%.

Podíl online prodejů lékárenského zboží tak zaostává za ostatními kategoriemi maloobchodu, kde je penetrace online prodejů vyšší (oblečení, elektronika, knihy, sportovní oblečení, obuv..). S výhledovou liberalizací online prodeje předpisových léků i rychlejším růstem v kategoriích volně prodejných léků a ostatního volně prodejného zboží (i díky COVID-19), by mělo střednědobě docházet ke snižování tohoto rozdílu.

Podíl osob, které nakupují na internetu vybrané druhy zboží



Zdroj: Eurostat (2019), Česká spořitelna Research

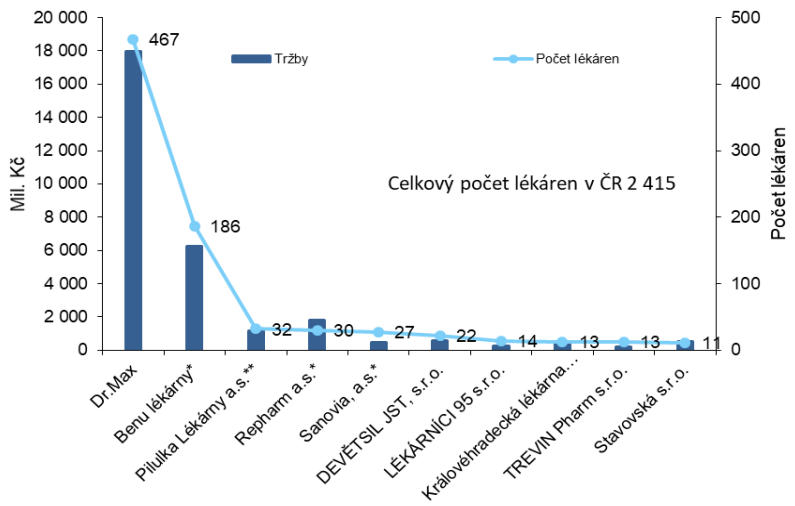
Růst online prodejů lékárenského zboží pramení **z obecného trendu růstu podílu populace nakupující online** díky vyšší utilizaci informačních a komunikačních technologií. Výplývá to ale i z trendů ve zdravotnickém sektoru **se zvyšujícím se důrazem na péči o vlastní zdraví a zdravý životní styl** v bohatnoucí společnosti. Přispívá k tomu i **trend stárnutí populace v celé Evropě,** kdy starší lidé vydávají jednak na běžné léky, ale jednak i na volně prodejné zdravotní preventivní produkty více peněz než mladší ročníky.

Růst celkového trhu s OTC léky v Evropě by dle odhadů firmy Statista měl do roku 2025 dosahovat tempa 3,9% CAGR, trh s výživovými doplňky a vitamíny 4% CAGR. Výzkumná firma Aritzton odhaduje růst online podílu v těchto segmentech do roku 2025 na úrovni 20% CAGR. **Námi odhadovaný růst 23% CAGR pro ČR se tak jeví realistický.**

Konkurence v České republice

K prosinci 2020 působilo v ČR dle dat SUKL 2 415 lékáren, z nichž asi 120 rovněž provozuje online lékárnu. Počet kamenných lékáren v posledních 5 letech stagnuje až mírně klesá. Mezi největší online lékárny se řadí Dr.Max, Pilulka, Lékárna.cz a Benu. Dr.Max a Benu patří rovněž k největším provozovatelům kamenných lékáren. Většinu lékáren v ČR stále provozují individuální subjekty, ty se však stále častěji sdružují do aliančních sítí či přecházejí do módu franšíz, jež jim poskytují silnější pozici a větší páku při vyjednávání s dodavateli.

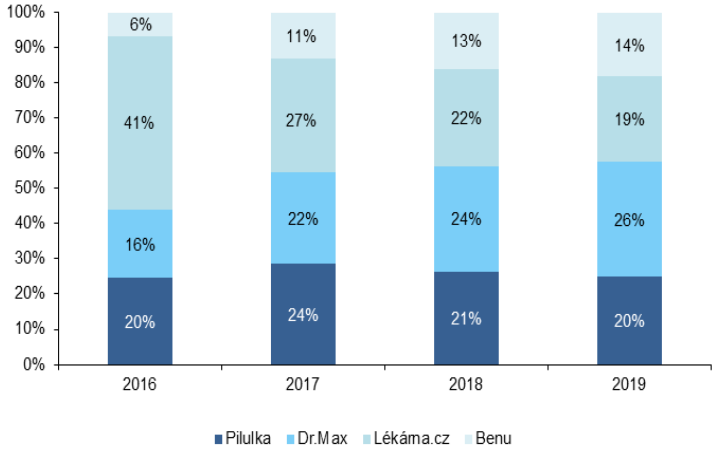
Největší provozovatelé lékáren a jejich tržby



Zdroj:Jednotlivé společnosti, obchodní rejstřík, Česká spořitelna Research
** data obratu u těchto firem za rok 2019, u ostatních za rok 2018*
*** počet vlastních lékáren, dalších 120 firma provozuje v rámci franšízingu, Benu provozuje 64 franšízových lékáren*
**** nejsou zahrnuty aliance nezávislých lékáren: Mojelekarna.cz (380), Magistra lékárny (>200), PharmaPoint (>230)*
*****Lékárna.cz neprovozuje kamenné lékárny, v roce 2019 dosáhla tržeb ve výši 720 mil. Kč*

V rámci online prodejů mezi čtyřmi hlavními konkurenty podle našich odhadů Pilulka dosahuje asi 20% tržního podílu. Dr.Max a Benu svůj podíl v posledních letech posilují díky podpoře jejich sítě kamenných lékáren, které slouží k vyzvedávání objednaného zboží u těchto firem přes 80% případů, zatímco u Pilulky je poměr menšinový. Tržní pozici v posledních letech ztrácí kdysi jednička na trhu, Lékárna.cz

Odhadovaný tržní podíl mezi čtyřmi největšími online lékárnami v ČR



Zdroj: Jednotlivé společnosti, Česká spořitelna Research
**Uvažovaný podíl cca 80% z celého trhu u čtyř největších online lékáren. Přibližné odhady na základě veřejně dostupných údajů firem.*

Srovnání vybraných metrik hospodaření se třemi hlavními konkurenty v ČR

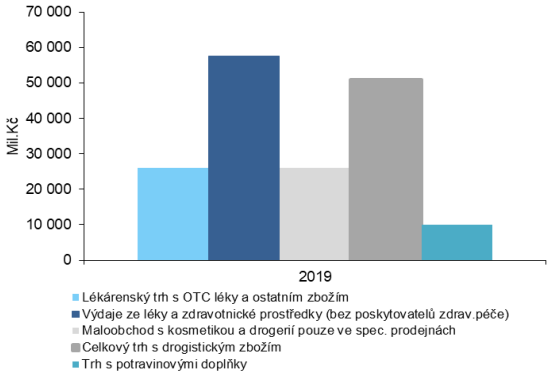
DR. MAX	2015	2016	2017	2018	
Tržby (tis. Kč)	14 180 076	14 926 819	16 144 159	17 989 859	
Hrubá marže z prodeje zboží	26,2%	26,7%	26,9%	26,6%	
Osobní náklady jako % z tržeb	11,9%	12,3%	13,5%	14,0%	
EBITDA marže	5,4%	6,3%	5,7%	5,2%	
EBIT MARŽE	3,0%	5,4%	3,6%	3,2%	
Čistá marže	-1,3%	1,6%	0,8%	0,6%	
BENU	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Tržby (tis. Kč)	3 114 001	3 756 444	4 194 885	5 207 369	6 230 103
Hrubá marže z prodeje zboží	24,6%	24,3%	23,7%	23,6%	23,4%
Osobní náklady jako % z tržeb	12,8%	12,3%	12,3%	12,5%	12,4%
EBITDA marže	6,0%	6,2%	6,3%	6,3%	6,2%
EBIT MARŽE	4,1%	3,7%	4,9%	4,9%	4,9%
Čistá marže	3,3%	3,1%	3,6%	3,6%	3,6%
Lékárna.cz	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Tržby (tis. Kč)	473 814	521 870	510 433	518 798	720 425
Hrubá marže z prodeje zboží	18,4%	17,3%	16,7%	17,1%	14,1%
Osobní náklady jako % z tržeb	9,6%	8,5%	10,2%	9,9%	7,1%
EBITDA marže	3,3%	1,4%	0,8%	-0,9%	2,40%
EBIT MARŽE	3,1%	1,4%	0,8%	-1,1%	1,50%
Čistá marže	2,2%	0,6%	0,4%	-1,6%	1,0%
Pilulka - konsolidované údaje*	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Tržby (tis. Kč)			663 453	1 008 726	1 316 058
Hrubá marže z prodeje zboží i služeb			24,1%	25,90%	26,10%
Osobní náklady jako % z tržeb			10,2%	10,8%	11,1%
EBITDA marže			1,5%	-0,8%	-0,8%
EBIT MARŽE			0,7%	-2,2%	-2,9%
Čistá marže			0,3%	-2,6%	-3,5%

**Hrubá marže z tržeb za zboží i služby (s vyšší marží), oproti ostatním firmám, kde je dostupná pouze hrubá marže z prodeje zboží.*

Zdroj: Bisnode Albertina, Pilulka, Česká spořitelna Research

Konkurenty Pilulky však nejsou pouze lékárny, nýbrž z velké části také drogerie, supermarkety a ostatní prodejci širokého sortimentu zboží, jež z oblasti zdraví a osobní péče Pilulka prodává. Trhu s drogerií dominují 3 hráči – DM, Teta, Rossmann, jež generují kolem 80% tržeb v rámci specializovaných drogistických obchodů a ve zvýšené míře pronikají i do lékárenského segmentu. Například Teta provozuje již několik vlastních lékáren a její mateřská společnost vlastní i online lékárny Sleky.cz a Apotek. Významné množství kosmetického a drogistického zboží prodávají supermarkety a patří i do nabídky široko zaměřených e-shopů jako je Alza (kolem 1 mld. Kč tržeb ze segmentu zdraví), Mall či úžeji zaměřených Košík, Rohlík atd. Na trhu s potravinovými doplňky působí mimo zmíněné kategorie velké množství dalších subjektů online i offline.

Ilustrace velikosti lékárenského, drogistického a trhu s potravinovými doplňky



Zdroj: Iqvia (2020), ÚZIS, ČSÚ, Česká asociace pro speciální potraviny, Česká spořitelna Research

Slovensko

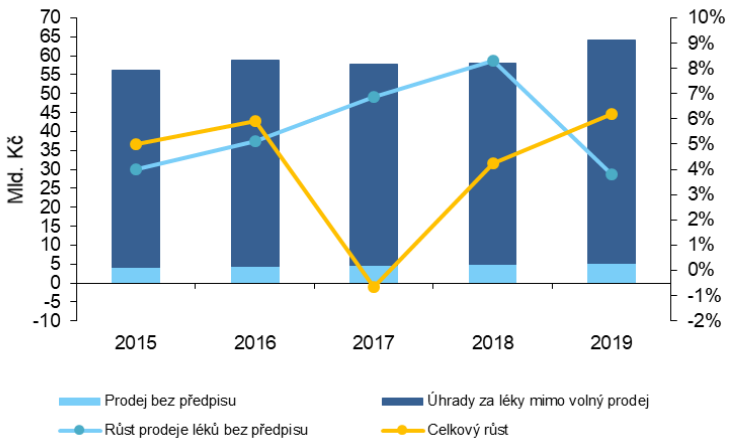
Slovenská republika	Makroekonomický přehled										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Růst reálného HDP	4,8%	2,1%	3,0%	3,8%	2,3%	-6,2%	6,0%	4,5%	3,8%	2,8%	2,5%
Inflace	-0,3%	-0,5%	1,3%	2,5%	2,7%	1,9%	0,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%
Nezaměstnanost	11,5%	9,6%	8,1%	6,5%	5,8%	6,7%	7,1%	6,2%	6,4%	6,4%	6,6%
Růst maloobchodních tržeb (reálný)	1,7%	2,2%	6,0%	3,6%	-1,4%	-0,5%	4,0%	2,0%	-	-	-
E-commerce trh (mld. Kč v přepočtu)	18	21	24	29	36	-	-	-	-	-	-
růst e-commerce	*15%*	*17%*	*14%*	*21%*	*22%*	-	-	-	-	-	-
podíl na celkových maloobchodních tržbách	*3,7%*	*4,2%*	*4,5%*	*5,1%*	*6,0%*	-	-	-	-	-	-
Podíl obyvatel nakupujících na internetu	50%	56%	59%	59%	60%	-	-	-	-	-	-
Výdaje domácností na léky jako % z HDP	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	-	-	-	-	-	-	-
Spotřeba léků na osobu v USD v PPP	553	542	541	547	-	-	-	-	-	-	-
Tržby lékáren za léky a zdrav. prostředky (mld. Kč)	56	59	58	58	64	-	-	-	-	-	-
růst	*3,2%*	*4,6%*	*-2,0%*	*0,6%*	*10,5%*	-	-	-	-	-	-

Zdroj: ŠÚSR, Heureka,OECD, Erste Group, odhady do roku 2022 od Erste Group , od roku 2023 IMF

Po loňském poklesu ekonomiky se v letošním roce na Slovensku očekává výraznější oživení HDP než v ČR, podpořeno také novými fondy a granty od EU. Tempo oživení u maloobchodu se naopak očekává o něco nižší. E-commerce trh na Slovensku rostl v průměru obdobým tempem jako v ČR, ale v posledních letech oproti ČR přeci jen zrychloval. To je pravděpodobně dáno i tím, že podíl na maloobchodu byl doposud zhruba na polovině hodnoty dosahovaného v ČR, jež nyní dohání. Výdaje Slováků na léky patří k těm vyšším, což je dle některých zdrojů dáno i neefektivním předepisováním regulovaných léků, jejichž podíl na celkových výdajích na léky je vyšší než v ČR.

Tržby za léky a zdravotnické prostředky na Slovensku rostly za 5 let do roku 2019 průměrným tempem 4% na úroveň v přepočtu 48,5 mld. Kč. Volně prodejné léky v tomto období rostly v průměru o 5,5% na v přepočtu asi 5 mld. Kč a jejich podíl na celkových výdajích na léky se pohybuje mezi 8-9%, tedy méně než v ČR. Pilulka na Slovensku působí pouze online, to znamená, že nemůže prodávat léky na předpis, ale pouze volně prodejné léky a další volně prodejné zboží. Segmentace volného prodeje je obdobná jako v ČR.

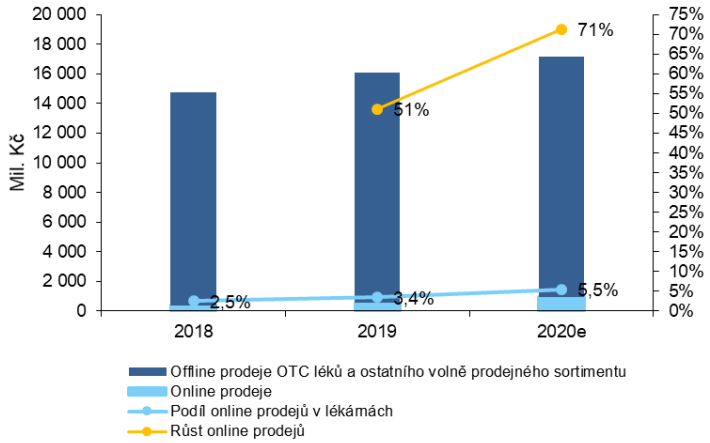
Výdaje za léky a zdravotnické prostředky v SR



Zdroj: NCZISK, Česká spořitelna Research

Celkové tržby lékáren z volně prodejných léků a dalšího sortimentu byly podle dat Iqvia v roce 2019 na úrovni v přepočtu 16 mld. Kč a meziročně rostly kolem 9%. Podíl online prodejů je asi na poloviční úrovni oproti ČR, nicméně rostl rychleji, přes 50%, což by mělo za rok 2020 ještě zrychlit díky impulsu v podobě koronavirové pandemie. Podíl online prodejů by tak měl podle našich odhadů bezpečně překonat hranici 5%. Nižší podíl online prodejů lékárenského sortimentu je i odrazem podílu celkového slovenského e-commerce na maloobchodu, jež je se 6% rovněž nižší než v ČR, kde je podíl odhadován kolem 12%.

Tržby lékáren za volně prodejné léky a doplňkové zboží



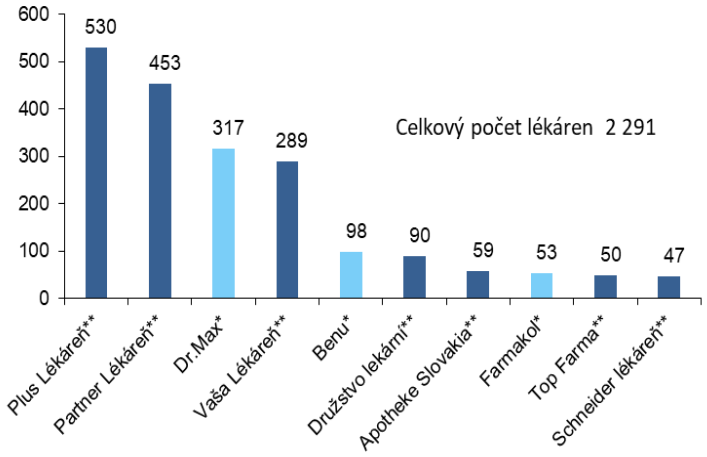
Zdroj: Iqvia (2020), Česká spořitelna Research

Odhadujeme, že podíl online prodejů lékárenského zboží poroste do roku 2025 k úrovni 15%, což by představovalo tempo přes 30% CAGR. Pilulka má na Slovensku podle našich odhadů silnější tržní pozici na online trhu než v ČR, díky čemuž by zde měla být schopna dobře benefitovat z celkového trendu růstu e-commerce v tomto odvětví. Absence vlastní sítě kamenných lékáren nicméně může působit brzdícím faktorem resp. nebude takovou marketingovou a distribuční podporou tržeb jako v ČR.

Konkurence na Slovensku

Na Slovensku působí téměř 2 300 lékáren, na jednoho obyvatele tedy připadá více než dvakrát tolik lékáren než v ČR. Podle informací Slovenské lékárnické komory v roce 2017 bylo přes 30% lékáren ve ztrátě, na čemž má jistě vliv i zmíněná hustota sítě. Počet online lékáren se pohybuje kolem 70. Největšími lékárnami v rámci jedné firmy jsou jako v ČR Dr. Max a Benu. Obdobně jako v ČR jsou i zde velká sdružení nezávislých lékáren. Srovnání tržeb kamenných ani online lékáren není dostupné, nicméně odhadujeme, že tržní pozice Pilulky je zde oproti ČR vyšší díky tomu, že v roce 2018 koupila konkurenta Pilulka24.sk a tím zdvojnásobila své tržby. Tržní podíl Pilulky tak odhadujeme přes 35%, dalšími konkurenty jsou online verze lékáren Dr.Max a Benu. Na Slovensku působí i sesterská firma české lékárna.cz s názvem mojalékáreň.sk, její pozice by zde však měla být o poznání slabší než v ČR.

Největší prozovatelé lékáren v SR



Zdroj: Jednotlivé firmy, lekarne.sk, Pilulka, Česká spořitelna Research
** lékárenská síť individuální společnosti*
*** aliance nezávislých lékáren*

Rumunsko

Rumunsko	Makroekonomický přehled										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Růst reálného HDP	3,9%	4,8%	7,1%	4,5%	4,1%	-5,2%	2,7%	4,5%	3,8%	3,6%	3,5%
Inflace	-0,6%	-1,5%	1,3%	4,6%	3,8%	2,7%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%
Nezaměstnanost	6,8%	5,9%	4,9%	4,2%	3,9%	5,9%	8,5%	7,3%	5,5%	5,5%	5,5%
Růst maloobchodních tržeb (reálný)	9,4%	12,4%	10,8%	5,4%	7,2%	2,0%	5,3%	2,8%	-	-	-
E-commerce trh (mld. Kč v přepočtu)	36	51	71	90	110	-	-	-	-	-	-
růst e-commerce	*27%*	*43%*	*40%*	*26%*	*22%*	-	-	-	-	-	-
podíl na celkových maloobchodních tržbách	*3,3%*	*4,3%*	*5,5%*	*6,2%*	*6,8%*	-	-	-	-	-	-
Podíl obyvatel nakupujících na internetu	11%	12%	16%	20%	24%	-	-	-	-	-	-
Výdaje domácností na léky jako % z HDP	1,7%	1,6%	1,3%	1,4%	-	-	-	-	-	-	-
Spotřeba léků na osobu v USD v PPP	364	389	373	416	-	-	-	-	-	-	-
Tržby lékáren za léky a zdrav. prostředky (mld. Kč)	68	70	74	87	96	-	-	-	-	-	-
růst	*2,6%*	*3,6%*	*6,0%*	*17,1%*	*10,8%*	-	-	-	-	-	-

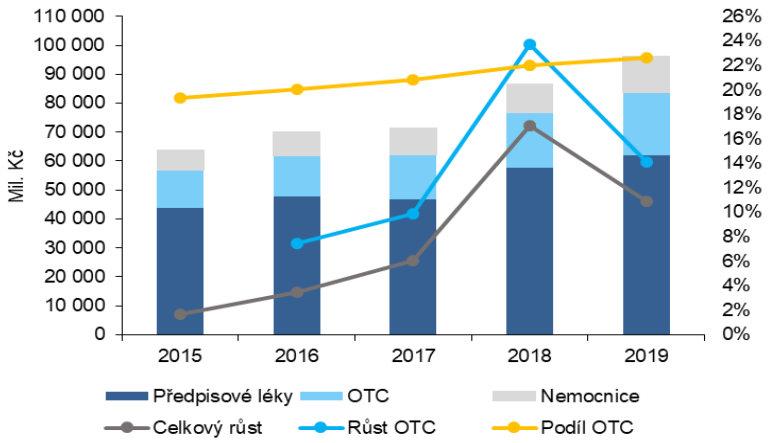
Zdroj: Heuréka, OECD, Cegedim, Erste Group, odhady do roku 2022 od Erste Group , od roku 2023 IMF

Rumunsko patří k zemím s nejvyšším ekonomickým růstem v EU, za posledních 5 let činil průměrný reálný růst HDP 5%. Pokles reálného HDP za rok 2020 je očekáván na nižší úrovni než v ČR. Se silným ekonomickým růstem souvisí i silný růst maloobchodu, jež v posledních letech rostl průměrným tempem 9%. Rychlejší dynamika růstu ve srovnání s ČR byla patrná i na růstu e-commerce, jež v posledních 5 letech rostl v průměru přes 30%. Rumunsko má s 19,4 miliony obyvatel jednak téměř dvojnásobný počet jako ČR a jednak je zde podle dat Eurostatu výrazně nižší procento populace nakupující online (24%), to vytváří potenciál pro silný růst online prodejů.

Směrem k lékárenskému odvětví je podstatné, že prodej OTC léků přes internet zde byl povolen až ve druhé polovině roku 2019, takže tento trh je o poznání méně rozvinutý a online penetrace nízká. Pilulka sem tak vstupovala mezi prvními subjekty a může těžit z této startovací pozice. Pohledem celkového e-commerce trhu je zde nicméně naopak velmi výrazný leader trhu eMag, jenž měl podle tržeb v roce 2019 téměř 30% podíl na celkovém e-commerce v Rumunsku. Míra angažovanosti tohoto prodejce tedy může výrazným způsobem promluvit do konkurenčního prostředí na online lékárenském trhu v Rumunsku.

Hodnota celkového trhu s léky v Rumunsku od roku 2015 do roku 2019 rostla asi o 9% CAGR, přičemž OTC léky rostly tempem 13% CAGR a jejich podíl na celkových výdajích za léky rostl přes 22%. To představuje vyšší tempo růstu a vyšší podíl volně prodejných léků oproti ostatním zemím. Zajímavý je výrazně nižší podíl výdajů na léky ze strany nemocnic oproti ČR a SR a drtivá většina léků je prodávána spotřebitelům, což zvyšuje adresovatelný trh pro soukromé lékárny.

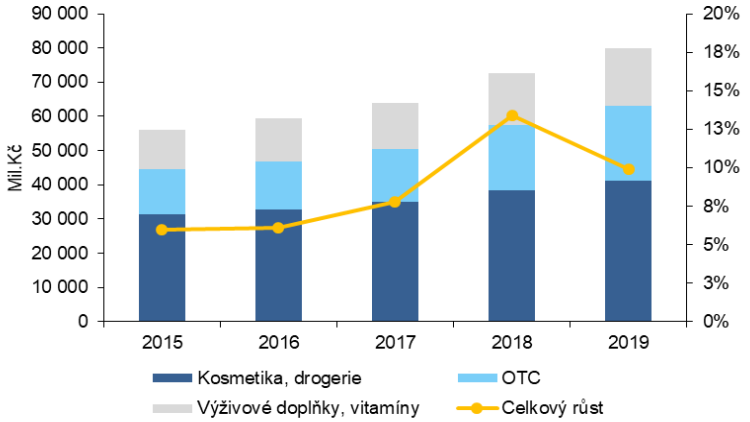
Spotřeba léků v Rumunsku



**v distribučních cenách*
Zdroj: Cegedim, Česká spořitelna Research

Kombinovaný trh volně prodejných léků, kosmetiky a výživových doplňků rostl od roku 2015 do roku 2019 tempem asi 9% CAGR. Růsty ve všech kategoriích jsou vyšší v porovnání s ČR či Slovenskem a ilustrují silnější růst celkových maloobchodních tržeb. Doposud nižší online penetrace spolu s vyšší dynamikou růstu celého trhu tak může pro Pilulku znamenat zajímavý potenciál pro růst tržeb.

Velikost segmentů volně prodejného lékárenského zboží

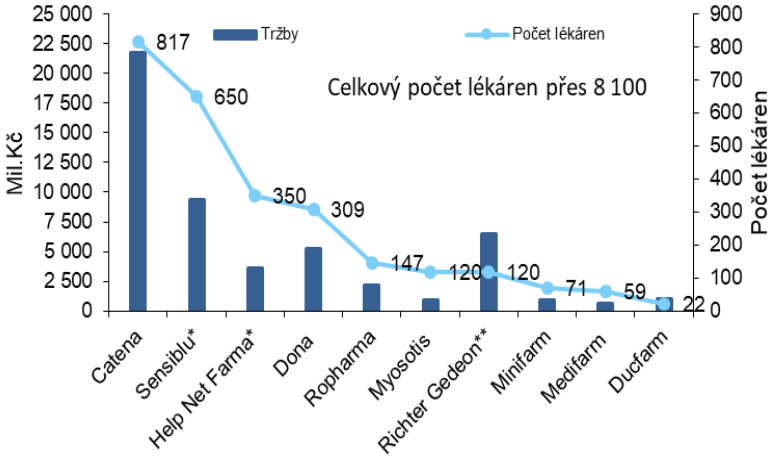


Zdroj: Cegedim, Česká spořitelna Research

Konkurence v Rumunsku

Počet lékáren v Rumunsku přesahuje 8 100, přičemž síť je zde více rozstříštěná i když je v posledních letech patrný sílící trend konsolidace trhu. Online trh s volně prodejnými léky je, jak už bylo zmíněno, teprve na začátku rozvoje, nicméně velké lékárenské řetězce své e-shopy již rovněž provozují. Podle dat Similarweb v Rumunsku v rámci návštěvnosti webových stránek vedou online lékárny farmaciatei.ro (2,5 mil. návštěv za posledních 6 měsíců), drmax.ro (2,2 mil. návštěv) a catena.ro (2 mil. návštěv). Data pro Pilulku na adrese Pilulka.ro ukazují 230tis. návštěv za stejné období.

Největší prozovatelé lékáren v Rumunsku



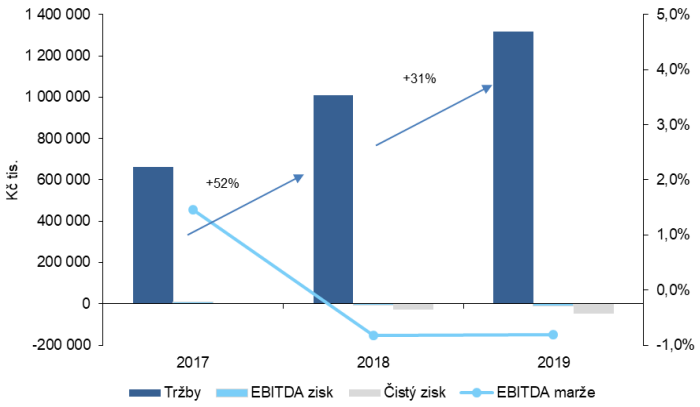
** Sensiblu -stejný vlastník jako Dr.Max, Help Net Farma - stejný vlastník jako Benu*
***Provoz lékáren představuje menší podíl tržeb oproti výrobě léků a velkoobchodu*
Tržby za rok 2018
Zdroj: Jednotlivé firmy, zf.ro, Pilulka, Česká spořitelna Research

Historie hospodaření

Na konsolidované úrovni jsou k dispozici údaje za roky 2017-2019.

Tržby Pilulky rostly v roce 2019 o 31% a v roce 2020 podle přeběžných výsledků asi o 38%. Od roku 2015 činí průměrné tempo růst přes 50%. Růst tržeb Pilulce umožnilo úspěšné zachycení silného trendu růstu online prodejů lékárenského trhu v České republice i na Slovensku, který tam v roce 2018 doplnila akvizicí významného konkurenta. Vedle toho v ČR rozvíjí vlastní síť kamenných lékáren spolu s franšízovým konceptem, jež se doplňují s internetovým prodejem a poskytují Pilulce marketingovou a distribuční podporu pro fyzickou komunikaci s klienty.

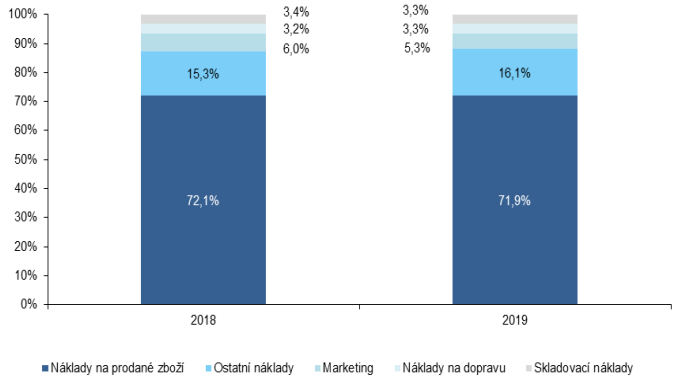
Vývoj tržeb a zisku – růst tržeb prioritou před ziskem



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Strategie zaměřená na růst a obecně nízko maržovější charakter online prodejů lékárenského zboží se odráží v tom, že firma většinu let nedosahovala zisku. V roce 2017 dosáhla zisku 1,7 mil. Kč, ale v následujících letech se dostala opět do ztrát v desítkách mil. Kč v souvislosti se zvýšenými náklady expanze do Rumunska. V první polovině letošního roku na českém a slovenském trhu firma již dle svého vyjádření dosáhla provozního zisku na EBITDA úrovni přes 20 mil. Kč

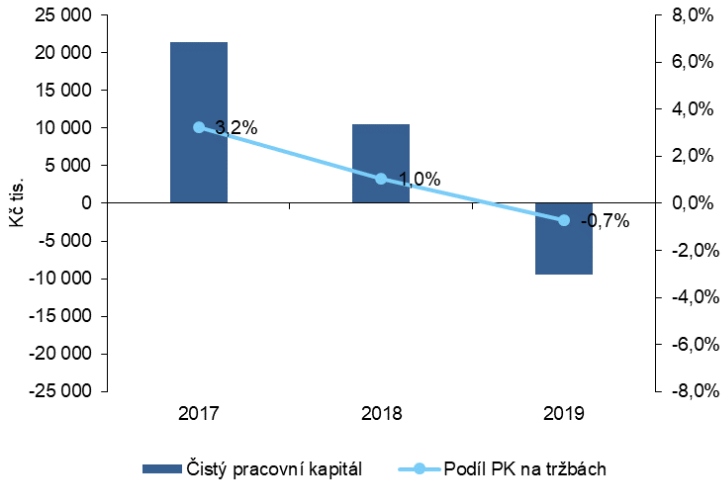
Struktura nákladů – mzdové náklady jako zdroj pro úspory z rozsahu



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research
**Mezi náklady v kategorii ostatní patří náklady na mzdy v backoffice, nájmy či náklady na IT.*

Náklady firmy jsou odhadem z 80% tvořeny variabilními náklady s největším podílem nákladů na prodané zboží. Největší položkou ze zbylých 20 procent, jež podle našich odhadů tvoří fixní a polofixní náklady, představují náklady na mzdy. Ty vůči tržbám celkově představují asi 11% podíl. Oblast mzdových nákladů by měla s rostoucím objemem tržeb poskytovat jeden z hlavních zdrojů pro zvyšování úspor z rozsahu. To se týká zejména výdajů na mzdy v rámci kamenných lékáren a backoffice, jež nyní tvoří většinu výdajů na mzdy a jež by měly růst nižším tempem než růst online tržeb.

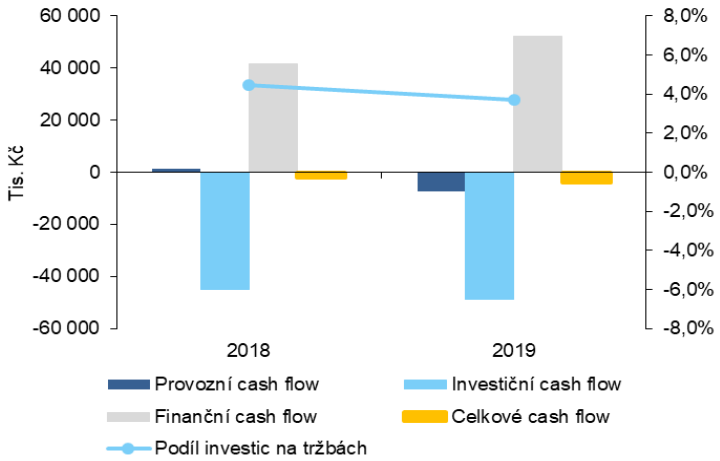
Pracovní kapitál se stává zdrojem financování



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research
**čistý pracovní kapitál zde chápán jako zásoby+pohledávky-obchodní závazky*

Z hlediska financování růstu tržeb firmy lze pozitivně hodnotit fakt, že Pilulka byla v posledních letech schopna zcela či z velké části financovat doprovodný růst pracovního kapitálu (zásoby a pohledávky) skrze dodavatele růstem obchodních závazků. Průměrná doba obratu obchodních závazků byla v roce 2019 podle naší kalkulace nad 70 dní, zatímco u pohlédávek kolem 40 dní a zásob 30 dní. Firma podle svého vyjádření nyní realizuje 60% dodávek zboží napřímo s farmaceutickými společnostmi bez obchodního zprostředkovatele, což ilustruje důvěru firem obchodovat s Pilulkou. Po proběhlém IPO a navýšení hotovosti nicméně očekáváme určité zkrácení doby splatnosti závazků z nadstandardních úrovní, což se mírně negativně projeví do vývoje pracovního kapitálu.

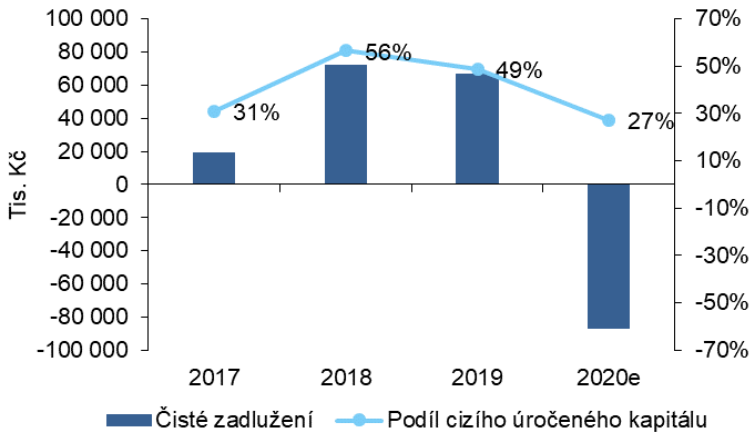
Cash flow – investice si žádaly potřebu nového kapitálu



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research
**Konsolidovaný výkaz cash flow za rok 2017 není dostupný*

Pilulka v posledních dvou letech generovala celkové negativní cash flow v řádech nízkých jednotek milionů Kč. Investice firma prozatím nebyla schopna financovat z provozního cash flow. V roce 2019 výrazně vzrostly investice do IT, jež firma kapitalizuje a představovaly přes polovinu investic. Další největší položkou jsou investice do skladovacích kapacit, které firma v ČR zdvojnásobila v roce 2019. Podle prognózy managementu by měly investice do IT dále růst a postupně tvořit přes 70% kapitálových investic. Financování investic v roce 2018 plynulo z navýšení krátkodobých úvěrů přes 45 mil. Kč a v roce 2019 pak zvýšením vlastního kapitálu přes 60 mil. Kč. Dalších 212 mil. Kč, jež firma získala z IPO v roce 2020 by měly poskytovat dostatečnou rezervu pro financování investic v následujících letech.

Zadlužení – po IPO výrazná čistá hotovostní pozice



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Firma měla ke konci roku 2019 úvěrové závazky ve výši zhruba 76 mil. Kč, s úrokovými náklady 3,6 mil. Kč. Výše čistého dluhu činila zhruba 67 mil. Kč. Dle údajů z IPO prospektu firmy činily největší část úročených závazků kontokorent ve výši 39 mil. Kč s úrokovou sazbou 1M PRIBOR +2,35% se splatností v roce 2022 a revolvingový úvěr ve výši 20 mil. Kč se splatností 03/2021 úrokovou sazbou 1M PRIBOR + 2,54%. Po IPO se čistý dluh podle našich odhadů překlopil do čisté hotovostní pozice kolem 90 mil. Kč.

Společnost nevyplácí dividendy a podle vyjádření managementu to ve střednědobém horizontu neplánuje, kde prioritou zůstává pokračující růst firmy.

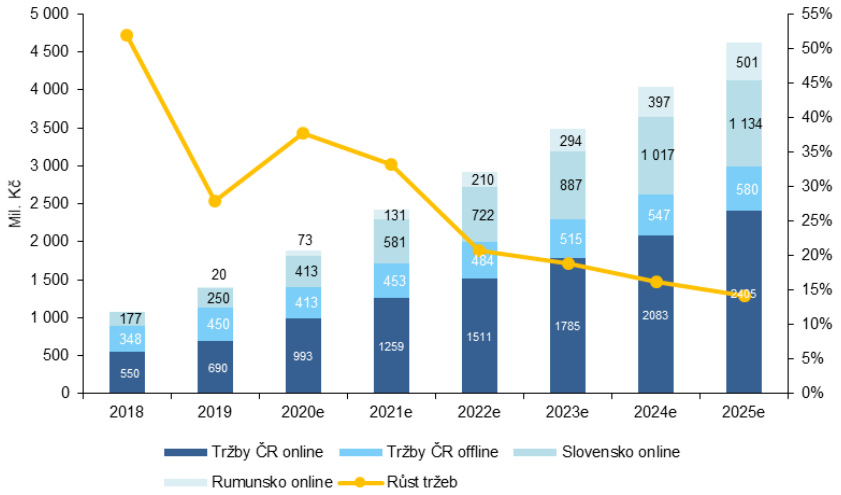
Finanční výhled

Výhled na tržby

Pokračující rychlý růst v ČR nad tempem celkového e-commerce, dohánění online penetrace na Slovensku, začínající online trh s OTC léky v Rumunsku jako výrazná příležitost

Odhadujeme, že tržby Pilulky do roku 2025 porostou tempem 23% CAGR na úroveň 4,6 mld. Kč, zejména díky růstu online tržeb v ČR o 1,7 mld. Kč, online tržeb na Slovensku o 900 mil. Kč a online tržeb v Rumunsku o 500 mil. Kč. Hlavním faktorem pro výrazný očekávaný růst tržeb je kanibalizace prodejů lékárenského a zboží z oblasti zdraví v kamenných lékárnách ze strany online lékáren. Ta bude podle našich odhadů ve stejném či ještě vyšším tempu, než růst podílu celkového e-commerce trhu na celkových maloobchodních tržbách v jednotlivých zemích. K tomuto pomáhá i pandemie COVID-19, jež v ČR a SR zvýšila online nákupy lékárenského sortimentu již tak relativně výrazně aktivní populace na internetu. V Rumunsku k tomu přispěje i teprve nedávné rozvolnění regulace umožňující online prodej OTC léků a trend dohánění ostatních zemí v procentu populace používající internet.

Prognóza tržeb



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Česká republika: Pokračující dvojficerný růst nad tempem celkového e-commerce

Odhadujeme, že tržby Pilulky v ČR porostou do roku 2025 tempem 17% CAGR díky růstu online tržeb na úrovni 23% CAGR a tržeb v kamenných lékárnách o 4,5% CAGR.

Tempo růstu online tržeb jako hlavního motoru růstu by se mělo i v dalších letech držet nad průměrným tempem růstu celkového e-commerce trhu v ČR, jež je od roku 2010 na úrovni 15-17% (dle dat APEK a ČSÚ).To zejména díky rychlejšímu růstu online podílu v produktových segmentech,

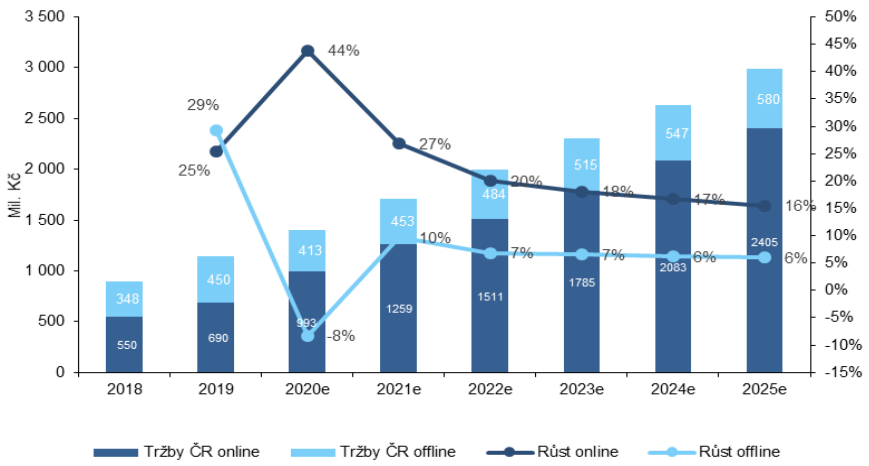
kde Pilulka působí, k čemuž přispívají i důsledky pandemie COVID-19. Podle firmy se v únoru loňského roku během pár dnů zdvojnásobil objem objednávek, a počet návštěvníků dosahoval ve špičkách 10tis. uživatelů.Tržby firmy v roce 2020 dle předběžných výsledků rostly ke 40% a tento růst se podle nás odrazí i do vyššího růstu v roce 2021.

Odhadujeme, že online tržby Pilulky porostou obdobným tempem jako lékárenský online trh v segmentech OTC léků a péče o zdraví. Podíl internetových prodejů na celkových tržbách v těchto segmentech by mohl agregovaně vzrůst z letošních odhadovaných více než 11% nad 20% v roce 2025, což by bylo zhruba podobné tempo vývoje jako v Německu mezi roky 2015-2020. Celkový trh s e-commerce v ČR by pak při uvažovaném 15% růstu p.a. a 3,5% p.a. růstu celkového maloobchodního prodeje, měl mít na celkovém maloobchodním prodeji v roce 2025 podíl kolem 25%. Z tohoto pohledu má online trh s OTC léky nadprůměrný růstový potenciál i za horizontem naší predikce po roce 2025.

V našich odhadech pracujeme se stabilním asi 20% tržním podílem Pilulky na online lékárenském trhu s volně prodejným zbožím. S přihlédnutím ke struktuře online tržeb Pilulky je nicméně nutno podotkout, že více než polovina tržeb pochází ze segmentů kosmetika a drogerie a výživové doplňky, kde významnou měrou působí i firmy z ostatních částí maloobchodu jako jsou drogerie či supermarkety. Tržní podíl Pilulky na celkovém trhu v těchto segmentech v ČR je tedy výrazně menší.

Odhadovaný 4,5% CAGR růst tržeb v kamenných lékárnách vyplývá z nižšího tempa růstu produktových kategorií v klasických lékárnách. Největší část tržeb Pilulky v kamenných lékárnách (55%) tvoří léky na předpis, kdy dle dat ÚZIS za posledních 5 let rostly výdaje na tyto léky v průměru o 4% a počet vydávaných receptů o 1%. Tržby za léky bez lékařského předpisu rostly za posledních 5 let v průměru o zhruba 2%. Tato kategorie podle informací firmy tvořila v první polovině roku 2020 asi 30% tržeb z kamenných lékáren. V našich odhadech pracujeme i s každoročním růstem vlastní sítě lékáren Pilulky o jednu lékárnu s průměrnou tržbou 15 mil. Kč za rok.

Očekávaný růst tržeb v ČR dle segmentů



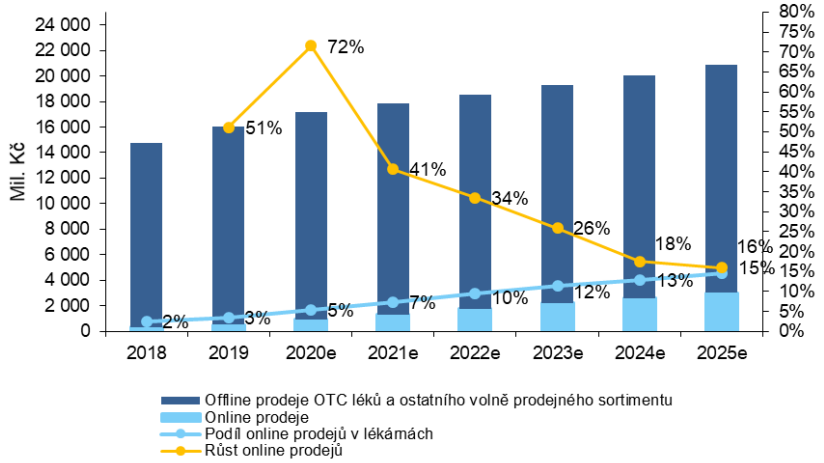
Zdroj: Plilulka; Česká spořitelna Research

Slovenská republika: Rychlejší růst tržeb než v ČR díky dohánění online penetrace lékárenského trhu

Odhadujeme, že tržby Pilulky na Slovensku porostou do roku 2025 tempem 28% CAGR, což je znatelně nad průměrným růstem tamějšího celkového e-commerce trhu na úrovni 17% za posledních 5 let.

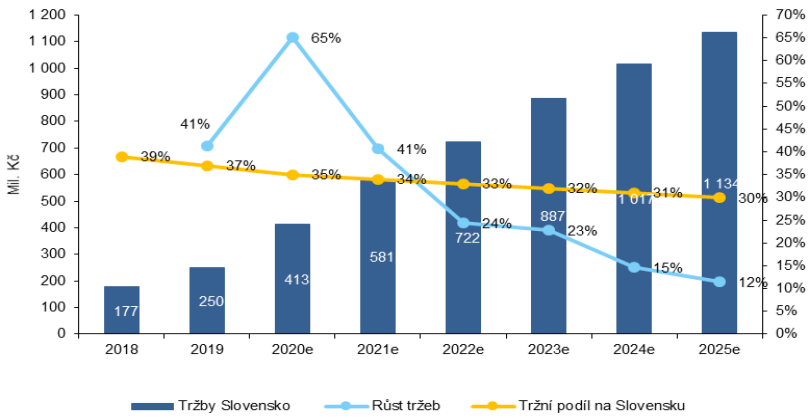
Pilulka zde působí pouze online a dle vyjádření managementu zde výhledově neplánuje provozovat tradiční kamenné lékárny. Procentní růst by tedy měl být díky působnosti pouze v rychleji rostoucím online segmentu vyšší než v ČR. Druhým faktorem vyššího tempa růstu je i relativně nižší startovací základna ve smyslu nižšího podílu online prodejů v segmentech OTC léků a péče o zdraví na celkovém trhu s těmito produkty. **Ten by podle našich odhadů mohl růst z loňkých 5% k 15% v roce 2025.** V našich odhadech pracujeme s tím, že tržní podíl Pilulky bude do roku 2025 klesat ke 30% z důvodu absence kamenné sítě lékáren, jež podporují i online tržby, zatímco konkurenti sítěmi kamenných lékáren disponují a na příkladu ČR se to ukazuje jako důležitý faktor.

Podíl online prodejů volně prodejných léků a dalšího zboží v rámci lékárenského trhu na Slovensku



Zdroj: Iqvia; Česká spořitelna Research

Tržby na Slovensku a odhadovaný vývoj tržního podílu

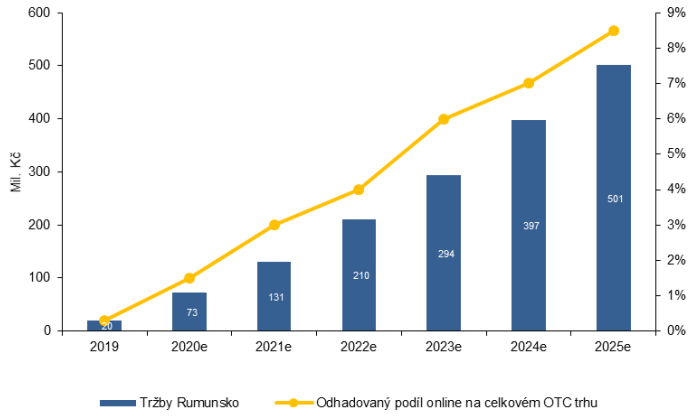


Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Rumunsko – začínající online trh s OTC léky je příležitostí

Odhadujeme, že tržby Pilulky v Rumunsku porostou do roku 2025 tempem zhruba 70% CAGR, v přepočtu z 20 mil. Kč v roce 2019 na 500 mil. Kč v roce 2025. Firma na tamější trh vstoupila v roce 2018 a tak lze očekávat, že procentuální růst bude díky nízké startovací základně výrazný. Rumunský trh se řadí k perspektivním e-commerce trhům, kdy zde s téměř dvojnásobnou populací oproti ČR dle dat Heureka.cz nakupuje online pouze 20-30% populace (oproti asi 60% v ČR). Podíl celkového e-commerce trhu na tamějším maloobchodním trhu je asi 4% a do roku 2024 by mohl dle Heureka.cz růst tempem 19% CAGR. Prodej OTC léků přes internet byl v Rumunsku povolen až během loňského roku a Pilulka tak může těžit z „pole position“ na prakticky od nuly startujícím trhu. Prognozované tržby na úrovni 500 mil. Kč v roce 2025 by podle našeho odhadu představovaly asi 0,4% tamějšího celkového trhu s OTC léky, kosmetikou a výživovými doplňky.

Výhled tržeb v Rumunsku a vývoje online penetrace tamějšího trhu s OTC léky



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Maďarsko – příležitost navázat na slovenský úspěch

Pilulka plánuje dle vyjádření managementu vstoupit na maďarský trh v roce 2021. Odhadujeme, že tržby Pilulky v Maďarsku by mohly v případě úspěchu do roku 2025 dosáhnout 200 mil. Kč. Tím by firma rostla tempem 85% ročně, tedy obdobným tempem, jakého dosahovala v prvních 5 letech na slovenském trhu. Podíl e-commerce na maloobchodu je v Maďarsku asi 6% a do roku 2025 by se mohl zdvojnásobit. Obdobný podíl mají i online prodeje v segmentu lékárnického zboží. Při úvaze stejného růstu tohoto segmentu oproti celému e-commerce trhu by to mělo znamenat potenciál růstu trhu přes 2 mld.Kč. **V našem základním scénáři ocenění nicméně s tržbami v Maďarsku zatím nepracujeme. Piluka se v současné době soustředí na etablování na velmi slibném a velkém rumunském trhu, což bude vyžadovat hodně manažerských kapacit. Maďarsko si tak v našem ocenění ponecháváme řekněme jako “dodatečný skrytý potenciál”.**

Povolení online prodejů léků na předpis jako výrazná příležitost?

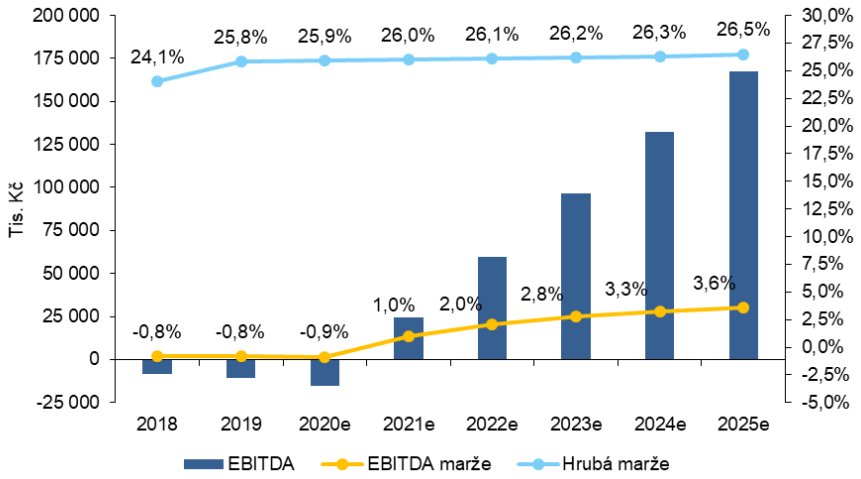
V našich prognózách tržeb nepracujeme s případným povolením prodeje léků na předpis v žádné ze zemí, kde Pilulka působí. Prodej takových léků však v průměru tvoří nejméně 60% z celého lékárenského trhu, což by znamenalo výrazný růst adresovatelného trhu online lékáren. V ČR by to například hypoteticky znamenalo možnost růstu lékárenského trhu s volně prodejným zbožím z více než 25 mld. Kč o dalších cca 60 mld. Kč., jež byly dle dat ÚZIS v roce 2018 vynaloženy na předpisové léky mimo zdravotnická zařízení. Na druhou stranu i v případě umožnění prodeje registrovaných léků online by zde růst tržeb byl patrně pozvolný. Například v Německu, kde byly online prodeje léků na předpis povoleny v roce 2004, se jejich podíl pohybuje kolem 2%. V letošním roce se zde nicméně očekává schválení zákona o povinném vydávání receptů v elektronické podobě, od čehož se očekává výrazná podpora růstu online prodejů předepsaných léků.

Výhled na EBITDA zisk

Růst tržeb a úspory z rozsahu podpoří kladný EBITDA zisk od roku 2021

Odhadujeme, že Pilulka od roku 2021 začne generovat zisk na EBITDA úrovni a ten pak do roku 2025 poroste tempem 50% CAGR ke 170 mil. Kč. To zejména díky silnému růstu tržeb o 23% CAGR a s tím souvisejícími úsporami z rozsahu a efektu provozní páky.

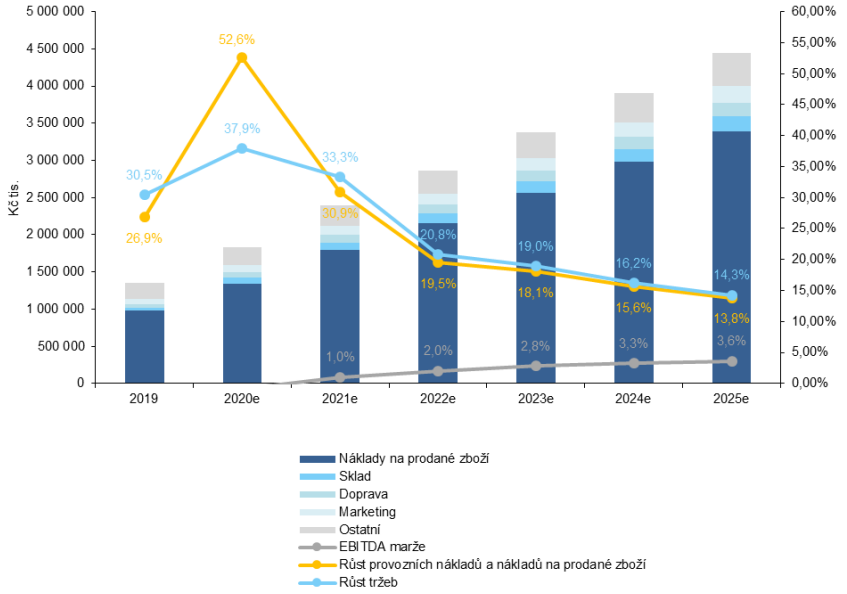
Odhadovaný vývoj EBITDA zisku a EBITDA marže



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Úspory z rozsahu by se měly projevit zejména v případě mzdových nákladů v rámci kamenných lékáren a backoffice, díky většímu efektu škálování online tržeb či využití skladovacích kapacit a IT systémů. Rostoucí tržby poskytnou firmě rovněž prostor pro snížení podílu marketingových výdajů na tržbách při jejich pokračujícím růstu v absolutní výši. Vyšší obrat by měl firmě rovněž umožnit silnější vyjednávací pozici vůči dodavatelům a vést k růstu hrubé marže, my pracujeme s růstem přes 0,5pb na 26,5%. Firma by měla být zatím vystavena pouze nízkému kurzovému riziku vzhledem k tomu, že výraznou většinu nákladů na Slovensku a v Rumunsku realizuje v lokálních měnách, stejně jako tržby. S růstem zisku z těchto zemích bude nicméně potřeba zajištění kurzového rizika přeci jen růst.

Struktura nákladů a EBITDA marže

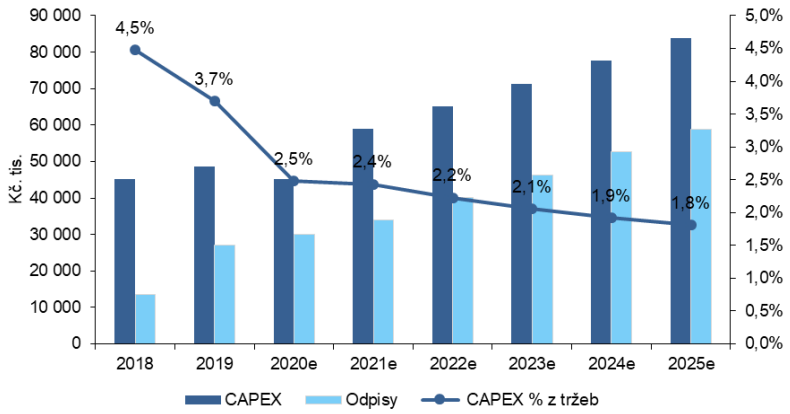


Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

CAPEX: Většina investic putuje do IT

Odhadujeme, že firma bude v následujících 5 letech investovat v průměru přes 20 mil. Kč nad úrovní odpisů. Většinu investic by dle projekce Pilulky měly představovat investice do IT a skladových kapacit, přičemž podíl IT na investicích by měl postupně vzrůst až na 70%, což představuje asi 1,4% z tržeb. V roce 2019 firma výrazněji investovala do zvýšení skladovacích kapacit v ČR, kde by měla mít dostatečnou rezervu do roku 2023. V letošním a příštím roce by tak měly investice do skladů jít zejména v Rumunsku a Slovensku/Maďarsku, pokud zde proběhne plánovaná letošní expanze.

Kapitálové investice a odpisy



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

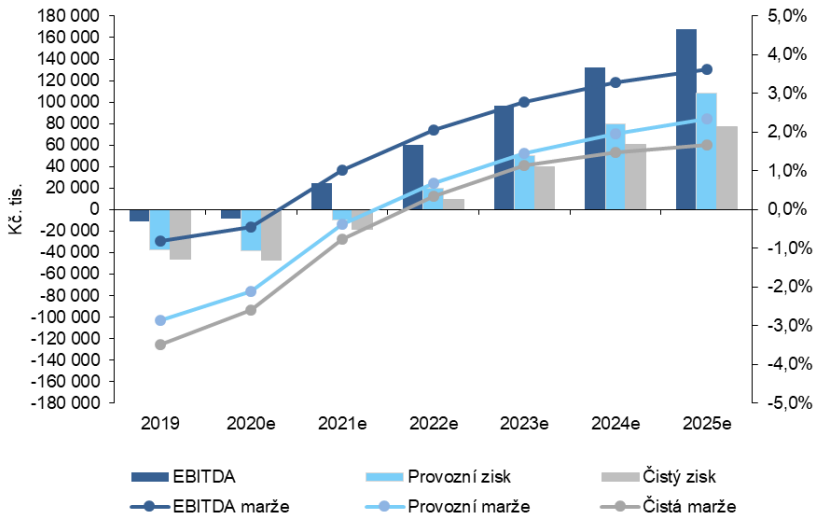
Prognóza čistého zisku

Kladný čistý výsledek očekáváme v roce 2022

Odhadujeme, že Pilulka začne dosahovat čistého zisku od roku 2022, a ten do roku 2025 vyroste k 80 mil. Kč (cca 32 Kč na akcii) při čisté marži nad 1,6%. To je pro srovnání zhruba na úrovni průměru čisté marže u zahraničních online lékáren (viz. tabulka níže), očekávaném v roce 2022. Český online konkurent lékárna.cz dosáhl 1% čisté marže v roce 2019, zatímco čistá marže u prioritně kamenných sítí lékáren Dr.Max činila 0,6% v roce 2018 a u Benu 3,6% v roce 2019.

Do roku 2022 by mohla být úroveň čistého zisku podpořena stagnací/poklesem úrokových nákladů kvůli 85% poklesu 1M PRIBOR úrokových sazeb ze začátku letošního roku z 2,1% na 0,3% od letošního května, na něž má firma navázánou většinu krátkodobých úvěrů. Nákladové úroky v roce 2019 činily 3,6 mil. Kč. Objem krátkodobých úvěrů by se měl podle odhadů firmy postupně zvyšovat s růstem tržeb a potřebou provozního financování. S tím porostou i náklady financování, kde očekáváme postupný nárůst tržních úrokových sazeb z aktuálních nižších úrovní směrem k úrovním z počátku loňského roku před pandemií COVID-19.
Díky odpočtu daňových ztrát z minulých let odhadujeme, že efektivní daňová sazba bude pro firmu do roku 2023 nulová.

Odhadovaný vývoj zisku



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research

Prognóza cash flow

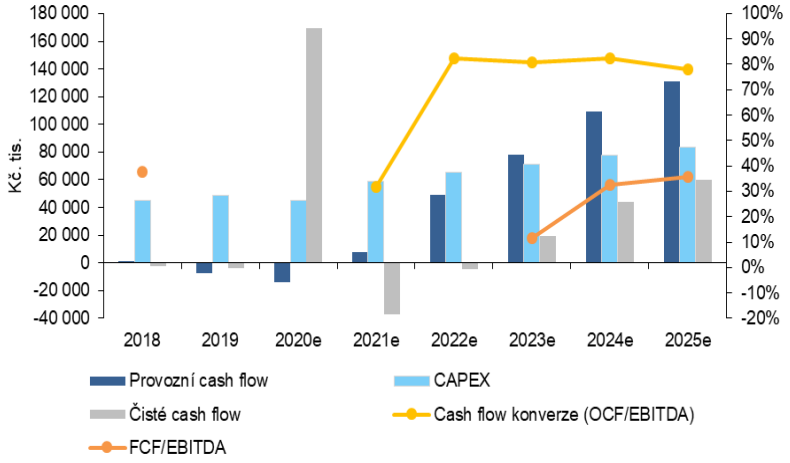
Volné cash flow pro akcionáře očekáváme od roku 2023

Pilulka by měla podle našich odhadů od roku 2021 začít dosahovat kladných hodnot provozního cash flow díky růstu EBITDA zisku. Neočekáváme, že by provozní cash flow bylo výrazně podpořeno změnami pracovního kapitálu. Konverzi EBITDA do provozního cash flow dlouhodobě

odhadujeme okolo úrovně 80%, když po IPO očekáváme určitou normalizaci doposud velmi příznivého vývoje pracovního kapitálu.

Provozní cash flow by mělo postupně vzrůst nad úroveň CAPEX a od roku 2023 tak začít vytvářet volné cash flow pro akcionáře na úrovni poblíž 40% EBITDA:

Odhadovaný vývoj cash flow



Zdroj: Pilulka; Česká spořitelna Research
**Mezi roky 2019-2022e FCF záporné*

Podle našich odhadů by se Pilulka i přes expanzi v Rumunsku měla v několika dalších letech být provozně schopna udržet v čisté hotovostní pozici, kterou si vytvořila vydáním nových akcií v loňském roce primárním úpisem na burze.

Její finančí pozice tak vypadá velmi komfortně, což nabízí potenciál pro buďto rychlejší než předpokládanou organickou expanzi nebo pro akvizice. V našem modelu jsme například zatím nezahrnuli plánovanou expanzi do Maďarska či případnou konsolidaci na trzích v ČR/SR.

Ocenění

Naše ocenění implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 859 Kč/akcii (17% nad aktuální tržní cenou) na základě 70% váhy modelu DCF-FCFF a 30% váhy odvětvového srovnání. Zatímco DCF-FCFF model indikuje cílovou cenu 785 Kč/akcii, odvětvové srovnání při aplikování 50% diskontu na medián EV/Tržby pro rok 2021 indikuje 1 030 Kč/akcii. **Na základě toho doporučujeme akcie Pilulky Akumulovat.**

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/Tržby	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	785	1030	**859**
Váha ocenění	70%	30%	

Zdroj: Česká spořitelna Research

Za celkovým oceněním stojí především odhadovaný růst tržeb do roku 2025 na 4,6 mld. Kč, což představuje růst 23% CAGR a růst zisku k úrovni 80 mil. Kč. Růst tržeb by měl být umožněn silným trendem online penetrace lékárenského trhu v České republice a na Slovensku, zrychleným pandemií COVID-19 a uvolněním regulace pro online prodej OTC léků v Rumunsku. Postupný růst ziskovosti s růstem EBITDA marže na 3,6% by měl být podpořen úsporami z rozsahu a provozní pákou při vyšší škálovatelnosti online tržeb.

Nižší váhu u odvětvového srovnání aplikujeme především z důvodu nízkého počtu srovnatelných společností (tři firmy s dostupnými odhady hospodaření), přičemž u jedné firmy (Farmae Spa) je konsenzus založen pouze na jednom analytickém odhadu. Dalším důvodem je i fakt, že největší srovnávací společnost Zur Rose generuje nemalou část tržeb (asi 35%) i z velkoobchodu a expanduje také v rámci telemedicíny, což u Pilulky neplatí. I tak považujeme za důležité odvětvové srovnání zařadit, jelikož firmy spojuje silný očekávaný trend růstu online lékárenského trhu, podpořený pandemií COVID-19.

Metoda diskontovaných peněžních toků

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

- Detailními odhady FCFF pro roky 2020-2025 v první fázi
- Výhledem růstu tržeb a marže pro následujících pět let
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve třetí fázi

DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 785 Kč, což je o 7% výše oproti současné tržní ceně akcií Pilulky. Růst tržeb nad 20% CAGR na stávajících trzích (ČR, SR, Rumunsko) do roku 2025 by měl vést k růstu EBITDA marže na 3,6% zejména díky škálovatelnosti online tržeb a navazujícím úsporám z rozsahu a efektu provozní páky. Od roku 2023 tak očekáváme překlopení FCFF do kladných hodnot a růst přes 140 mil. Kč na konci druhé fáze výhledu v roce 2030.

Hlavní předpoklady pro DFC model:

- Bezriziková výnosová míra 2,0% pro první fázi, 2,5% pro druhou fázi a 3,0% pro perpetuitu na základě výhledu průměrného očekávaného výnosu do splatnosti desetiletých státních dluhopisů ČR.

- Beta 1,2 pro první fázi na základě tříletého průměru dat nezadluženého beta pro online retail z databáze prof. Damodarana. Beta 1,1 pro druhou fázi a 1,0 pro perpetuitu vzhledem k očekávánému dosažení dospělosti odvětví.

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

- Váha vlastního kapitálu na základě tržní hodnoty vlastního kapitálu založené na aktuální ceně akcií firmy a účetní hodnotě úročeného cizího kapitálu. Pro perpetuitu je odhadnut poměr vlastního kapitálu ve výši 80%.

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

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

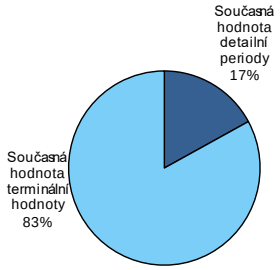
- Růst tržeb v druhé fázi 10% ročně na základě odhadovaného zpomalování růstu podílu e-commerce, při pokračujícím růstu podkladových trhů v nižších jednotkách procent a 3% dlouhodobý růst v terminální fázi.

Výpočet WACC	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminální hodnota Normalizovné
Bezriziková výnosová míra	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	3,0%
Riziková prémie akcií	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Beta faktor	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Náklady vlastního kapitálu	**9,2%**	**9,3%**	**9,3%**	**9,3%**	**9,3%**	**9,2%**	**9,3%**	**9,3%**	**9,3%**	**9,3%**	**9,2%**
Náklady cizího kapitálu	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,5%
Efektivní daňová sazba	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady cizího kapitálu po zdanění	**3,5%**	**3,5%**	**3,5%**	**3,2%**	**2,8%**	**3,2%**	**3,2%**	**3,2%**	**3,2%**	**3,2%**	**3,6%**
Váha vlastního kapitálu	95%	95%	94%	94%	93%	93%	92%	91%	89%	87%	80%
WACC	**9,0%**	**9,0%**	**8,9%**	**8,9%**	**8,9%**	**8,8%**	**8,8%**	**8,7%**	**8,6%**	**8,5%**	**8,1%**

DCF valuace (CZK mil.)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Normalizovné
Růst tržeb	*33%*	*21%*	*19%*	*16%*	*14%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*3,0%*
EBIT	-9	20	50	80	109	125	143	163	187	213	219
EBIT marže	*-0,4%*	*0,7%*	*1,5%*	*2,0%*	*2,4%*	*2,5%*	*2,6%*	*2,7%*	*2,8%*	*2,9%*	*2,9%*
Efektivní daňová sazba	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*10,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
Daň z EBIT	0,0	0,0	0,0	-8	-21	-24	-27	-31	-35	-40	-42
NOPLAT	**-9**	**20**	**50**	**72**	**88**	**101**	**116**	**132**	**151**	**172**	**178**
+ Odpisy	34	40	46	53	59	65	65	72	78	85	88
Kapitálové investice / Odpisy	*174%*	*162%*	*154%*	*148%*	*142%*	*133%*	*141%*	*137%*	*134%*	*131%*	*101%*
+/- Změny pracovního kapitálu	-10	-3	-10	-6	-7	-5	-4	-3	-3	-4	-2
Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb	*-1,6%*	*-0,6%*	*-1,8%*	*-1,1%*	*-1,2%*	*-1,0%*	*-0,7%*	*-0,6%*	*-0,5%*	*-0,6%*	*-0,8%*
- Kapitálové investice	-59	-65	-71	-78	-84	-86	-92	-98	-105	-112	-89
Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)	**-44**	**-8**	**15**	**41**	**56**	**75**	**85**	**102**	**122**	**142**	**175**
Růst v terminální hodnotě											*3,0%*
Terminální hodnota											3 565
Diskontní faktor	*0,92*	*0,84*	*0,77*	*0,71*	*0,65*	*0,60*	*0,55*	*0,51*	*0,47*	*0,43*	0,40
Diskontované cash flow - k datu 31.Prosince 2020e	-40	-7	12	29	36	45	47	52	57	61	1 418

Enterprise value - 31.Prosince 2020e	**1 710**
Minority	0
Neprovozní aktiva	0
Čistý dluh - 31.Prosince 2020e	-87
Hodnota vlastního kapitálu - 31.Prosince 2020e	**1 796**
Počet akcií (mil.)	2,5
Náklady vlastního kapitálu	9,2%
12M cílová cena (CZK)	**785**
Aktuální cena akcie (CZK)	735
Potenciál růst + / poklesu -	*7%*

Rozložení Enterprise value



Senzitivita (na akcii) :

WACC	EBIT marže v terminální hodnotě 1,9%	2,4%	2,9%	3,4%	3,9%
7,1%	668	806	945	1 083	1 222
7,6%	611	733	856	979	1 101
8,1%	565	675	**785**	895	1 005
8,6%	527	627	727	826	926
9,1%	496	587	678	769	860

WACC	Růst v terminální hodnotě 2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
7,1%	785	856	945	1 059	1 210
7,6%	726	785	856	945	1 059
8,1%	678	726	**785**	856	945
8,6%	636	678	727	785	856
9,1%	601	636	678	727	785

Zdroj: Česká spořitelna Research

Scénáře DCF ocenění

Mimo základní variantu ocenění je níže uveden optimistický a pesimistický scénář, jež jsou založené na úpravě uvedených faktorů a příslušejícímu ocenění dle DFC modelu.

Optimistický scénář

Rozdíly v předpokladech vývoje proti základnímu scénáři:

1) O 5% vyšší podíl online na celkovém lékárenském trhu v ČR v roce 2025 (na úrovni 27%), což představuje růst ve 2020-25 o 27% CAGR. O 5% vyšší podíl online na celkovém lékárenském trhu na Slovensku v roce 2025 (na úrovni 20%), což představuje růst ve 2020-25 o 39% CAGR.
2) Udržení tržního podílu na Slovensku oproti poklesu o 5pb v základním scénáři
3) Úspěšná expanze do Rumunska/Maďarska a růst tržeb z těchto zemí do roku 2025 na více než 700 mil. Kč
4) Dosažení EBITDA marže 4,5% do roku 2025 oproti 3,6% v základním scénáři.

mil. Kč	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Tržby	2 576	3 327	4 151	5 076	6 004
EBITDA zisk	30	86	143	207	274

Zdroj: Česká spořitelna Research

Výstup DCF ocenění v rámci optimistického scénáře s citlivostní analýzou (v Kč na akcii)

		Růst v terminální hodnotě				
		2,0%	**2,5%**	**3,0%**	**3,5%**	**4,0%**
WACC	**7,1%**	1 495	1 627	1 792	2 003	2 283
	7,6%	1 387	1 495	1 627	1 792	2 003
	8,1%	1 296	1 387	**1 495**	1 627	1 792
	8,6%	1 220	1 296	1 387	1 495	1 628
	9,1%	1 154	1 220	1 297	1 387	1 496

Zdroj: Česká spořitelna Research

Pesimistický scénář

Předpokládané rozdíly oproti základnímu scénáři:

1) O 5% nižší podíl online lékárenského trhu v ČR v roce 2025 (na úrovni 17%), což představuje růst asi 18% CAGR. O 5% nižší podíl online lékárenského trhu na Slovensku v roce 2025 (na úrovni 10%), což představuje růst asi 25% CAGR.
2) Klesající tržní podíl v ČR na 15% do roku 2025 oproti stabilnímu tržnímu podílu 20% v základním scénáři
3) Pomalejší růst tržeb v Rumunsku na 350 mil. Kč do roku 2025.
4) Dosažení EBITDA marže 2,8% do roku 2025 oproti 3,6% v základním scénáři.

mil. Kč	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Tržby	2 141	2 359	2 587	2 862	3 129
EBITDA zisk	16	31	45	65	89

Zdroj: Česká spořitelna Research

Výstup DCF ocenění v rámci pesimistického scénáře s citlivostní analýzou (v Kč na akcii)

		Růst v terminální hodnotě				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,1%	241	265	294	333	383
	7,6%	221	241	265	294	333
	8,1%	205	221	**241**	265	295
	8,6%	191	205	221	241	265
	9,1%	179	191	205	221	241

Zdroj: Česká spořitelna Research

Odvětvové srovnání

Počet veřejně obchodovaných lékárenských společností není příliš velký, o to méně počet firem, jež jsou primárně online lékárnami. Do srovnávací skupiny pro ocenění Pilulky jsme zařadili pouze firmy, jež generují většinu tržeb online.

Mezi online lékárny jsme zařadili Zur Rose, Shop Apotheke, Farmae Spa a iApotek Int. První dvě zmíněné patří k největším evropským online lékárnám, působí zejména v Německu (tržní podíl dohromady přes 80%) a Švýcarsku, ale i v jiných zemích EU. **Jejich ocenění v roce 2020 díky pozitivnímu dopadu COVID-19 výrazně vzrostlo**, významným faktorem je však i chystané zavedení povinného vydávání e-receptů na předpisové léky v Německu. Od toho je očekávána výrazná podpora růstu tržeb obou firem na největším evropském trhu s léky, jímž Německo je. I když je zde online prodej léků na předpis povolen od roku 2004, podíl online prodejů u těchto léků je v současnosti odhadován pouze kolem 2%, ale s povinnými e-recepty se očekává rychlý násobný růst. Jeden z podstatných rozdílů oproti Pilulce u těchto firem je tedy možnost online prodeje léků na předpis. Obě firmy momentálně nedosahují zisku, s růstem tržeb je však očekávána rychlá dynamika i na ziskové úrovni. Zur Rose ve větší míře rovněž působí i jako velkoobchodník a retailové tržby jí tvoří asi 65%.

Farmae Spa je primárně online obchodem na prodej lékárenského zboží a zboží pro zdravý životní styl v Itálii. Provozuje i kolem 10 kamenných poboček. Firma vstoupila na burzu v roce 2019 a Pilulce je podobná jak velikostí tržeb (pro rok 2020 očekáváno nad 1,5 mld. Kč), tak prodejem pouze volně prodejného zboží skrze online segment. iApotek je zatím malá švédská firma provozující online lékárny, bohužel pro ni nejsou dostupné konsenzuální odhady hospodaření.

Oceňovací násobky a vybrané metriky srovnávací skupiny online lékáren

	P/S				EV/Tržby				P/E				EV/EBITDA			
	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e
ZUR ROSE GROUP AG	3,0	2,6	2,0	1,4	3,1	2,8	2,1	1,5	n.m.	n.m.	n.m.	143	n.m.	n.m.	157	38
SHOP APOTHEKE EUROPE NV	4,7	3,4	2,8	2,1	3,0	3,4	2,8	2,1	n.m.	n.m.	630	126	n.m.	181	108	53
FARMAE' SPA*	3,9	1,8	1,3	1,0	3,1	1,8	1,3	0,8	n.m.	n.m.	582	129	112	66	32	21
IAPOTEK INT AB	0,8	n.a.	n.a.	n.a.	0,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	35	n.a.	n.a.	n.a.
Medián online	**3,4**	**2,6**	**2,0**	**1,4**	**3,0**	**2,8**	**2,1**	**1,5**	**n.m.**	**n.m.**	**606**	**129**	**73**	**123**	**108**	**38**
PILULKA LEKARNY AS	**1,5**	**1,1**	**0,8**	**0,7**	**1,6**	**1,1**	**0,8**	**0,7**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**206**	**n.m.**	**n.m.**	**81**	**33**
Prémie/diskont vůči mediánu online	*-55%*	*-57%*	*-57%*	*-51%*	*-48%*	*-61%*	*-61%*	*-55%*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*59%*	*n.m.*	*n.m.*	*-25%*	*-12%*

**Násobky na základě uzavíracích cen akcií k 20. 01. 2021*

	Tržby (mil. Kč)	Hrubá marže				EBITDA marže				Čistá marže				CAGR 2020e-22e
	2019	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	Tržby
ZUR ROSE GROUP AG	32 833	15,4%	17,0%	17,9%	18,6%	-1,0%	-1,1%	1,1%	3,5%	-3,9%	-5,3%	-1,8%	1,0%	34,4%
SHOP APOTHEKE EUROPE NV	18 294	19,6%	22,1%	22,4%	22,6%	-2,7%	2,0%	2,7%	4,1%	-5,2%	-1,0%	0,4%	1,7%	27,1%
FARMAE' SPA**	976	29,9%	35,6%	35,2%	35,0%	2,7%	2,8%	4,0%	4,3%	-0,2%	-0,8%	0,2%	0,7%	41,4%
IAPOTEK INT AB	121	24,6%	n.a.	n.a.	n.a.	2,2%	n.a.	n.a.	n.a.	-9,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Medián online		**22,1%**	**22,1%**	**22,4%**	**22,6%**	**0,6%**	**2,0%**	**2,7%**	**4,1%**	**-4,5%**	**-1,0%**	**0,2%**	**1,0%**	**34,4%**
PILULKA LEKARNY AS		**25,8%**	**25,9%**	**26,0%**	**26,1%**	**-0,8%**	**-0,4%**	**1,0%**	**2,1%**	**-3,5%**	**-2,6%**	**-0,8%**	**0,3%**	**26,8%**
Prémie/diskont vůči mediánu online (pb)		*3,7*	*3,8*	*3,6*	*3,5*	*-1,4*	*-2,5*	*-1,7*	*-2,1*	*1,0*	*-1,6*	*-1,0*	*-0,7*	*-7,6*

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Česká spořitelna Research
*** konsenzus složen z pouze jednoho odhadu*

Pilulka dosahuje v porovnání vyšší hrubé marže, ale nižší EBITDA marže

Pilulka dosahuje oproti srovnávací skupině online lékáren vyšší hrubou marži, zatímco na odhadované EBITDA a čisté úrovni jsou marže nižší. Hrubou marži Pilulky podle našich odhadů výrazně podporují tržby ze služeb (11% tržeb v roce 2019), jež plynou zejména ze služeb pro franšízové lékárny a generují násobně vyšší marži než prodej zboží. Nižší EBITDA marže plyne podle našich odhadů zejména z relativně menší velikosti Pilulky, kdy tržby ještě nedosahují takové úrovně, aby dostatečně pokryly provozní fixní náklady. To by se mělo nicméně během dalších let podle našich odhadů zlepšovat. Srovnání také ukazuje, že pro Pilulku by mělo být realistické ve střednědobém horizontu dosáhnout EBITDA marže okolo 4%, kdy u srovnávacích společností se tato marže očekává už v roce 2022.

Čistá hotovostní pozice je výjimkou

Pilulka má po loňském primárním úpisu akcií čistou hotovostní pozici, kterou by si mohla podle našich odhadů v dalších 5 letech z provozního hlediska udržet, otázkou je tak případná akvizice či vyšší investice do R&D. Mezi skupinou online i offline lékáren je s čistou hotovostní pozicí výjimkou a vzhledem k příležitostem v silně rostoucím odvětví to lze hodnotit jako přínosné.

Čistý dluh/Tržby

	2019	2020e	2021e	2022e
ZUR ROSE GROUP AG	0,17	0,14	0,14	0,11
SHOP APOTHEKE EUROPE NV	0,03	0,08	0,07	0,06
FARMAE' SPA*	- 0,06	n.a.	n.a.	n.a.
IAPOTEK INT AB	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROPHARMA SA BRASOV	0,17	n.a.	n.a.	n.a.
FARMACEUTICA REMEDIA SA	- 0,02	n.a.	n.a.	n.a.
GALENICA AG	0,17	0,13	0,12	0,11
ORIOLA CORP - A S	0,06	0,12	0,10	0,10
WALGREENS BOOTS ALLIANCE	0,11	0,08	0,07	0,05
CVS HEALTH CORP	0,24	0,21	0,17	0,14
RITE AID CORP	0,13	0,12	0,11	0,11
MCKESSON EUROPE AG	0,03	n.a.	n.a.	n.a.
Medián online	**0,03**	**0,11**	**0,11**	**0,09**
Medián offline	**0,12**	**0,12**	**0,11**	**0,11**
PILULKA LEKARNY AS	**0,05**	**- 0,05**	**- 0,01**	**- 0,01**

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Pilulka, Česká spořitelna Research

Pozn.: záporné hodnoty značí čistou hotovostní pozici firmy

Akcie Pilulky se obchodují vůči mediánu ukazatele EV/Tržby s 60% diskontem

Akcie Pilulky se na 0,8x EV/Tržby pro námi očekávané tržby a zadlužení v roce 2021 obchodují s diskontem kolem 60% oproti srovnávací skupině online lékáren. To je vysoký rozdíl, nicméně podle našeho názoru z větší části opodstatněný působením na menších trzích, regulatorním prostředím, souvisejícím výhledem na růst tržeb a marže či nižším volně obchodovaným podílem akcií.

Zur Rose a Shop Apotheke mají dominantní pozici a vyšší potenciál růstu díky povolení online prodejů léků na předpis ve většině zemí, kde působí. Na hlavním Německém trhu se nyní očekává silný podpůrný vliv ze strany zavedení povinných elektronických receptů. Italská Farmae Spa se zdá s Pilulkou porovnatelná více, než první dvě zmíněné. Například i velikostí, dosavadním růstem tržeb či relativně nedávným IPO v roce 2019. Podobností je i absence povolení online prodeje léků na předpis v Itálii. Pro tuto firmu je ovšem k dispozici pouze jeden analytický výhled hospodaření.

Z oceňovacích násobků pro tři příští roky dává podle našeho názoru smysl jen ocenění na základě násobků tržeb. Použití ziskových násobků firmy se nejeví jako vhodné, vzhledem k tomu, že ziskové marže se dle našich odhadů budou přibližovat k potenciálním dlouhodobým úrovním až ke konci prognózovaného období v roce 2025.

Z násobků tržeb se nám aktuálně jeví příhodnější použít násobek EV/Tržby. To z toho důvodu, že Pilulka má nyní čistou hotovostní pozici, což se jednak odráží ve větším „bezpečí“ bilance a jednak v potenciálu efektivního využití volného kapitálu v rychle rostoucím odvětví na podporu dalšího růstu, organického či anorganického.

My na medián ukazatele EV/Tržby pro rok 2021 aplikujeme diskont ve výši 50%

Na odvětvový medián ukazatele EV/Tržby pro rok 2021 pro naše ocenění aplikujeme diskont ve výši 50%. Ten odhadujeme jako férový při předpokladu konvergence ocenění Pilulky s mediánem odvětví na úrovni EV/EBITDA do roku 2025 při odhadech:

1) pomalejšího růstu tržeb Pilulky mezi roky 2020-2025 na úrovni 20,5% CAGR, zatímco u srovnávací skupiny si umíme v souvislosti se zavedením povinných e-receptů v Nemecku představit růst 27% CAGR

2) nižší EBITDA marže Pilulky na úrovni 3,6% v roce 2025 proti 5,5% námi odhadovaným u srovnávací skupiny firem.

Diskont vyplývá i z nižšího free floatu u Pilulky (29%), oproti vyšším hodnotám u Zur Rose a Shop Apotheke na úrovni 83% resp. 72%. Free float u Farmae Spa se nachází na úrovni Pilulky (28%). Nízký free float Pilulky znamená výrazně vyšší potenciální volatilitu titulu a znamená riziko plynoucí z potenciálního prodeje ze strany stávajících hlavních akcionářů.

Aplikací 50% diskontu na odvětvový medián ukazatele EV/Tržby ve výši 2,1x, jež vztahujeme k námi očekávaným tržbám a zadlužení v roce 2021, dostáváme ocenění 1 030 Kč na akcii (+40% oproti aktuální tržní ceně).

Medián EV/Tržby pro 2021	2,1
Diskont násobku	-50%
Medián EV/Tržby pro 2021 po diskontu	**1,05**
Očekávané tržby v 2021 (mil. Kč)	2419
Implikovaná EV v 2021 (mil. Kč)	2540
Odhadovaný čistý dluh v 2021 (mil.Kč)*	-36
Dvanáctiměsíční cílová cena (mil. Kč)	2576
Počet akcií (mil.)	2,5
Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)	**1 030**

** záporná hodnota znamená čistou hotovostní pozici*
Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna Research

Pro ilustraci, jak by mohly vypadat tržní násobky v budoucnu (po dospění online trhu) přidáváme i srovnání s více tradičními kamennými lékárnami. Mezi klasickými kamennými lékárnami jsou uvedeny zejména nadnárodní Walgreens a americký Rite Aid, jež generují většinu tržeb ze segmentu retailu. Kolem 50% tržeb z maloobchodního lékárenského prodeje tvoří i švýcarská Galenica a finská Oriola. Do této skupiny jsou zařazeny i rumunské firmy Ropharma a Remedia Pharmaceutia, jež jsou především provozovateli kamenných lékáren v Rumunsku a působí tedy na stejném trhu jako Pilulka. Pro jejich hospodaření nejsou bohužel dostupné konsenzuální odhady. CVS a Mckesson Europe generují z retailového segmentu v lékárnách relativně menší podíl tržeb na úrovni 35% resp. 25%.

Při porovnání online a kamenných lékáren je patrný rozdíl ve vyšších oceňovacích násobcích online lékáren, kde se očekává silný růst tržeb a postupné zvyšování ziskovosti, oproti tradičním kamenným lékárnám (offline). Oceňovací násobky u kamenných lékáren by mohly sloužit jako určitá ilustrativní dlouhodobá výše oceňovacích násobků.

Oceňovací násobky a vybrané metriky offline lékárenských řetězců

	P/S				EV/Tržby				P/E				EV/EBITDA			
	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e
ROPHARMA SA BRASOV	0,2	n.a.	n.a.	n.a.	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	15,8	n.a.	n.a.	n.a.	8,2	n.a.	n.a.	n.a.
FARMACEUTICA REMEDIA SA	0,2	n.a.	n.a.	n.a.	0,1	n.a.	n.a.	n.a.	28,5	n.a.	n.a.	n.a.	1118,8	n.a.	n.a.	n.a.
GALENICA AG	0,9	0,9	0,9	0,8	1,1	1,1	1,0	1,0	24,2	22,5	20,7	19,4	14,0	14,0	13,4	12,6
Oriola Corp	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	48,6	32,7	17,6	15,1	7,7	8,8	7,4	6,8
WALGREENS BOOTS ALLIANCE IN	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	91,2	9,9	9,3	8,8	8,9	8,9	8,4	8,1
CVS HEALTH CORP	0,4	0,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	14,9	10,1	9,9	9,1	9,4	8,5	8,4	8,0
RITE AID CORP	0,05	0,04	0,04	0,04	0,2	0,3	0,3	0,3	n.m.	42,2	n.m.	n.m.	7,2	8,3	8,1	8,0
MCKESSON EUROPE AG	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	20,8	n.a.	n.a.	n.a.
Medián offline	**0,26**	**0,29**	**0,29**	**0,28**	**0,33**	**0,58**	**0,58**	**0,55**	**26,3**	**22,5**	**13,7**	**12,1**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,0**
PILULKA LEKARNY AS	**1,54**	**1,12**	**0,84**	**0,69**	**1,59**	**1,07**	**0,82**	**0,69**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**206,3**	**n.m.**	**n.m.**	**81,1**	**33,4**
Prémie/diskont vůči mediánu offline	*487%*	*283%*	*189%*	*151%*	*377%*	*84%*	*42%*	*24%*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*1605%*	*n.m.*	*n.m.*	*871%*	*317%*

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Česká spořitelna Research
**Násobky na základě uzavíracích cen akcií k 20. 01. 2021*

	Tržby (mil. Kč)	Hrubá marže				EBITDA marže				Čistá marže				CAGR 2020-22e**
	2019	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	2019	2020e	2021e	2022e	Tržby
ROPHARMA SA BRASOV	3 861	14,7%	n.a.	n.a.	n.a.	4,0%	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FARMACEUTICA REMEDIA SA	2 393	11,6%	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	n.a.	n.a.	n.a.	0,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GALENICA AG	80 028	25,7%	25,8%	25,9%	26,0%	7,7%	7,7%	7,8%	8,1%	3,8%	3,9%	4,1%	4,3%	2,6%
Oriola Corp	44 974	20,7%	20,2%	19,8%	19,9%	3,3%	3,4%	4,0%	4,3%	0,5%	0,7%	1,2%	1,4%	3,0%
WALGREENS BOOTS ALLIANCE IN	3 009 562	20,1%	19,9%	19,9%	19,2%	4,4%	4,6%	4,9%	4,9%	0,3%	2,9%	3,1%	3,1%	2,7%
CVS HEALTH CORP	5 538 196	17,7%	18,1%	17,6%	17,6%	7,4%	6,7%	6,6%	6,6%	2,6%	3,6%	3,6%	3,7%	4,1%
RITE AID CORP	472 956	21,6%	21,6%	19,9%	20,3%	4,8%	2,1%	2,2%	2,1%	-2,1%	0,1%	0,0%	-0,1%	1,3%
MCKESSON EUROPE AG	447 249	11,0%	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	n.a.	n.a.	n.a.	-1,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Medián offline		**18,9%**	**20,2%**	**19,9%**	**19,9%**	**4,2%**	**4,6%**	**4,9%**	**4,9%**	**0,5%**	**2,9%**	**3,1%**	**3,1%**	**2,7%**
PILULKA LEKARNY AS		**25,8%**	**25,9%**	**26,0%**	**26,1%**	**-0,8%**	**-0,4%**	**1,0%**	**2,1%**	**-3,5%**	**-2,6%**	**-0,8%**	**0,3%**	**26,8%**
Prémie/diskont vůči mediánu offline (pb)		*6,9*	*5,8*	*6,1*	*6,3*	*-5,0*	*-5,1*	*-3,9*	*-2,8*	*-4,0*	*-5,5*	*-3,9*	*-2,8*	*24,1*

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Česká spořitelna Research

Tabulky

Výsledovka (mil. Kč, 31/12)	**2019***	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Tržby	**1 316,1**	**1 814,6**	**2 419,1**	**2 922,5**	**3 476,9**	**4 039,3**	**4 615,6**
Náklady na prodané výrobky, zboží a služby	976,0	1 344,6	1 790,1	2 159,7	2 565,9	2 977,0	3 392,5
Hrubý zisk	**344,0**	**470,0**	**629,0**	**762,8**	**910,9**	**1 062,3**	**1 223,1**
Marketingové náklady	72,0	87,1	128,2	149,0	173,8	197,9	221,5
Náklady na sklad	45,0	76,2	106,4	128,6	153,0	177,7	199,4
Náklady na dopravu	45,0	72,6	96,8	116,9	139,1	161,6	184,6
Ostatní	219,0	242,2	273,0	308,2	348,2	392,8	450,0
Odpisy a amortizace	*27,2*	*30,1*	*33,9*	*40,1*	*46,4*	*52,6*	*58,9*
EBITDA	**-10,6**	**-8,1**	**24,5**	**60,1**	**96,8**	**132,3**	**167,6**
EBIT	**-37,8**	**-38,2**	**-9,3**	**19,9**	**50,4**	**79,7**	**108,7**
Finanční příjmy	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanční náklady	7,4	6,5	6,9	7,9	8,6	10,3	10,9
Zisk před zdaněním	-45,0	-44,7	-16,3	12,1	41,8	69,4	97,8
Daň z příjmů	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	6,9	18,6
Zúčtování konsolidačního rozdílu	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Čistý zisk	**-46,0**	**-47,0**	**-18,6**	**9,8**	**39,5**	**60,2**	**77,0**
Zisk připadající na minoritní podíly	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistý zisk po minoritách	**-40,7**	**-47,0**	**-18,6**	**9,8**	**39,5**	**60,2**	**77,0**
Čistý zisk na akcii	-16,3	-18,8	-7,4	3,9	15,8	24,1	30,8

Rozvaha (mil. Kč, 31/12)	**2019***	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Hmotná aktiva	33,2	-	-	-	-	-	-
Nehmotná aktiva	87,3	-	-	-	-	-	-
Hmotná a nehmotná aktiva celkem	**120,5**	**135,5**	**160,5**	**185,5**	**210,5**	**235,5**	**260,5**
Kladný konsolidační rozdíl	30,9	28,5	26,2	23,9	21,5	19,2	16,8
Finanční aktiva	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dlouhodobá aktiva	**151,5**	**164,1**	**186,8**	**209,4**	**232,1**	**254,8**	**277,4**
Zásoby	76,6	108,9	145,1	178,3	212,1	250,4	290,8
Krátkodobé pohledávky	150,0	193,9	251,9	296,2	342,9	387,3	442,6
Hotovost	9,6	178,8	141,7	136,9	156,2	200,4	260,5
Oběžná aktiva	**236,3**	**481,6**	**538,7**	**611,5**	**711,3**	**838,2**	**993,9**
Časové rozlišení aktivní	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
CELKOVÁ AKTIVA	**393,4**	**651,4**	**731,2**	**826,5**	**949,0**	**1 098,6**	**1 277,0**
Vlastní jmění	**86,5**	**245,7**	**227,0**	**236,8**	**276,2**	**336,4**	**413,2**
Menšinové podíly	**-5,9**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Dlouhodobé úvěry	42,0	37,8	33,6	29,4	25,2	21,0	16,8
Dlouhodobá pasiva	**122,6**	**283,4**	**260,6**	**266,2**	**301,4**	**357,3**	**430,0**
Krátkodobé závazky	236,2	313,2	397,7	472,4	543,0	619,7	708,1
Krátkodobé úvěry a aktuální část dlouhodobých úvěrů	34,3	54,4	72,6	87,7	104,3	121,2	138,5
Krátkodobá pasiva	**270,4**	**367,6**	**470,2**	**560,1**	**647,3**	**740,9**	**846,6**
Časové rozlišení pasivní	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ	**393,4**	**651,4**	**731,2**	**826,5**	**949,0**	**1 098,6**	**1 277,0**

Zkrácený výkaz finančních toků (mil. Kč, 31/12)	**2019***	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Provozní cash flow	-22,3	-13,6	7,8	49,4	78,2	109,1	130,9
Investiční cash flow	-48,7	-45,1	-58,9	-65,1	-71,4	-77,6	-83,9
Finanční cash flow	67,3	228,0	13,9	10,9	12,4	12,7	13,1
Změna hotovosti	**-3,8**	**169,2**	**-37,1**	**-4,8**	**19,3**	**44,1**	**60,1**

Marže a poměrové ukazatele	**2019***	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Růst tržeb	30,5%	37,9%	33,3%	20,8%	19,0%	16,2%	14,3%
Hrubá marže	26,1%	25,9%	26,0%	26,1%	26,2%	26,3%	26,5%
EBITDA marže	-0,8%	-0,4%	1,0%	2,1%	2,8%	3,3%	3,6%
EBIT marže	-2,9%	-2,1%	-0,4%	0,7%	1,5%	2,0%	2,4%
Čistá marže	-3,5%	-2,6%	-0,8%	0,3%	1,1%	1,5%	1,7%
ROE	-53,1%	-19,1%	-8,2%	4,1%	14,3%	17,9%	18,6%
Podíl vlastního kapitálu	22,0%	37,7%	31,1%	28,6%	29,1%	30,6%	32,4%
Čistý dluh	66,6	-86,6	-35,6	-19,9	-26,8	-58,2	-105,3
Dluh k vlastnímu jmění	88,1%	37,5%	46,7%	49,4%	46,9%	42,3%	37,6%
Celkový investovaný kapitál	162,8	337,9	333,2	353,8	405,7	478,5	568,5

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research
** Údaje o kategoriích nákladů za rok 2019, včetně hrubé marže jsou z důvodu nedostupnosti jejich auditované verze převzaty z manažerského účetnictví firmy a plně nekorespondují s údaji tržeb, EBITDA, EBIT a čistého zisku, jež jsou převzaty z konsolidovanách auditovaných účetních závěrek firmy*

Seznam použitých zkratek

CAGR	Složená roční míra růstu
EBITDA	Zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace
EBIT	Zisk před odečtením úroků a daní
IPO	Primární úpis akcií
EV	Enterprise value (Celková hodnota podniku)
EV/Sales	Ukazatel podílu enterprise value a tržeb
P/S	Ukazatel podílu tržní kapitalizace a tržeb
P/E	Ukazatel podílu tržní kapitalizace a čistího zisku
EV/EBITDA	Ukazatel podílu enterprise value a zisku před úroky, daněmi, odpisy a amortizací
IT	Informační technologie
HDP	Hrubý domácí produkt
CAPEX	Investiční náklady
PRIBOR	Pražská mezibankovní nabídka úrokových sazeb
OCF	Provozní cash flow
FCF	Volné cash flow
FCFF	Volné cash flow do firmy
DCF	Diskontované cash flow

"e" za datem znamená odhad

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

@Research_sporka

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým:			
ČR, makroekonomická prognóza	Jiří Polanský	+420/956 765 192	jpolansky@csas.cz
ČR a bankovní sektor	Michal Skořepa	+420/956 765 172	mskorepa@csas.cz
ČR, makroekonomická analýza	Nicole Gawlasová	+420/956 765 456	ngawlasova@csas.cz
Akciový tým:			
Head, Utilities, F&B, O2 CR	Petr Bártek	+420/956 765 227	pbartek@csas.cz
Světové trhy, Philip Morris ČR	Jan Šafranek	+420/956 765 218	jsafranek@csas.cz
Světové trhy, Stock Spirits	Marek Dongres	+420/956 765 343	mdongres@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský	+420/956 718 013	tkozelsky@csas.cz
	Tereza Hrtúsová	+420/956 718 012	thrtusova@csas.cz
	Radek Novák	+420/956 718 015	radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz

Financial Markets - Whosale & Trading and Financial Institutions

Director	Petr Valenta	+420/956 765 821	petrvalenta@.csas.cz
Group Positioning	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Markets Strategist	Miroslav Plojhar	+420/956 765 520	mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Picek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales	Ondřej Čech	+420/956 765 577	ocech@csas.cz
Institutional Equity Sales	Michal Řízek	+420/956 765 537	mrizek@csas.cz
Institutional Asset Management	Petr Holeček	+420/956 765 453	pholecek@csas.cz
Trading	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Financial Institutions & Correspondent Banking	Stanislav Šnajdr	+420/956 765 105	ssnajdr@csas.cz
Debt Capital Markets	Tomáš Černý	+420/956 765 205	tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pela	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Petr Kalužík	+420/956 765 280	pkaluzik@csas.cz
Corporate finance	Antonín Piskáček	+420/956 765 810	apiskacek@csas.cz
Projektové a exportní financování	Lenka Tomanová	+420/956 714 020	ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

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

Důležitá upozornění

Obecná upozornění

Tento investiční výzkum zahrnuje investiční doporučení vytvářeno dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, zaměstnanci útvaru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny, a.s.
Investiční výzkum je nezávislý, objektivní a je založen na nejlepších veřejně dostupných informačních zdrojích dostupných v době jeho uveřejnění. Zaměstnanci České spořitelny považují tyto zdroje obecně za spolehlivé, avšak společnost Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Zadavatel a emitenti analyzovaných investičních nástrojů nebo ostatní útvary České spořitelny nemají žádný vliv na tvorbu ratingu nebo cílové ceny investičního doporučení a před zveřejněním jim byl k dispozici pouze návrh investičního výzkumu bez konečných stupňů investičního doporučení a cílových cen pro provedení kontroly faktické správnosti veřejně dostupných dat. Každý investiční výzkum je zkontrolován vedoucím analytikem k dodržení tzv. principu kontroly 4 očí. Česká spořitelna, a.s. dále implementovala rozsáhlá opatření k zabránění vzniku střetu zájmů nebo možného zneužívání trhu, dostupné ZDE.

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

Konflikty zájmů

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

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

Stupeň investičního doporučení u akciových titulů

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

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

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

Metodologie pro investiční doporučení

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

Plánovaná frekvence aktualizace investičního doporučení

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

ČEZ			O2 ČR		
Datum	**Cílová cena (Kč)**	**Doporučení**	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
16.12.20	634	kupovat	5.10.20	240	akumulovat
26.9.19	603	akumulovat	1.10.19	241	akumulovat
3.10.18	632	akumulovat	15.4.19	271	držet
3.10.17	504	akumulovat	4.10.18	278	držet
Komerční banka			**Moneta**		
Datum	**Cílová cena (Kč)**	**Doporučení**	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
16.12.20	710	akumulovat	3.11.20	68	kupovat
10.1.20	905	držet	10.1.20	102	kupovat
8.10.18	1050	akumulovat	8.10.18	100	kupovat
18.4.18	1100	akumulovat	18.4.18	100	kupovat
Kofola			**Philip Morris CR**		
Datum	**Cílová cena (Kč)**	**Doporučení**	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
7.10.19	v revizi	v revizi	29.6.20	15 297	akumulovat
22.11.17	490	akumulovat	11.8.17	17 640	akumulovat
4.10.16	534	kupovat	20.6.17	15 033	držet
			26.1.17	v revizi	v revizi
VIG			**Stock Spirits Group**		
Datum	**Cílová cena (EUR)**	**Doporučení**	Datum	Cílová cena (Kč)	Doporučení
30.7.20	25	kupovat	30.1.19	80	kupovat
29.3.19	29	kupovat	22.12.17	79,2	držet
25.9.18	30	kupovat	16.11.16	58	akumulovat
2.6.17	27	akumulovat	10.2.16	54	akumulovat
Avast			**Pilulka**		
Datum	**Cílová cena (Kč)**	**Doporučení**	**Datum**	Cílová cena (Kč)	Doporučení
16.4.20	128,0	držet	22.1.21	859	akumulovat
17.2.20	128,0	redukovat			
4.10.19	126,2	akumulovat			
31.1.19	97,2	akumulovat			

Rizika
Minulý výkon investičních nástrojů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé investiční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena může být ohrožena různými typy rizik. Mezi ně patří například rizika související s nabídkou a poptávkou po daném investičním nástroji, rizika konkurence, cen vstupů nebo riziko tržní volatility. Prognózovaná hodnota investičního nástroje nebo jeho cílová cena vychází z předpokladů uvedených v investičním výzkumu. Jiný než očekávaný vývoj těchto předpokladů představuje rovněž klíčové riziko. Ne všechny investice jsou vhodné pro každého investora, proto by investor měl každé své investiční rozhodnutí zkonzultovat se svým investičním poradcem. V případě údajů o ceně, které jsou vyjádřeny v EUR, USD nebo jiné cizí měně, může výnos kolísat i v důsledku výkyvů měnového kurzu vůči CZK.

Tvůrcem dokumentu je Česká Spořitelna, a.s. Sídlem Praha 4, Olbrachtova 1929/62, 140 00, Česká republika. Dokument je za úplatu vytvořen pro zadavatele investičního výzkumu – **Burza cenných papírů Praha, a.s**, na základě smluvního vztahu. Investiční doporučení je nezávislé. Dohledovým orgánem České spořitelny, a.s. je Česká národní banka (ČNB).

© Česká spořitelna, a.s 2021. Všechna práva vyhrazena.

Publikováno:

Českou spořitelnou, a. s.
Olbrachtova 1929/62
Praha 4, 140 00
IČ: 45244782
Zapsána v obchodním rejstříku Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 1171.
www.csas.cz