

Phreesia (PHR)

Co ta firma dělá, proč ji koupili Češi z Pale Fire Capital a jak na tom je dnes.

1. Co Phreesia vlastně dělá

Představ si, že přijdeš k americkému doktorovi. Než tě vezmou dovnitř, musíš vyplnit papíry: kdo jsi, jakou máš pojišťovnu, co tě bolí, jaké bereš léky, podepsat souhlasy — a nakonec zaplatit spoluúčast.

Phreesia je software, který tohle celé udělá digitálně. Pacient dostane odkaz do telefonu (nebo tablet v čekárně), tam všechno vyplní a rovnou zaplatí. Recepční to nemusí přepisovat, ordinace dostane peníze rychleji a data padnou rovnou do systému.

Kolem toho je pak spousta dalších drobností: objednávání termínů, připomínky SMS, znovuoobjednání pacienta, který nepřišel, telefonní AI asistent, který zvedá hovory.

Důležité rozlišení

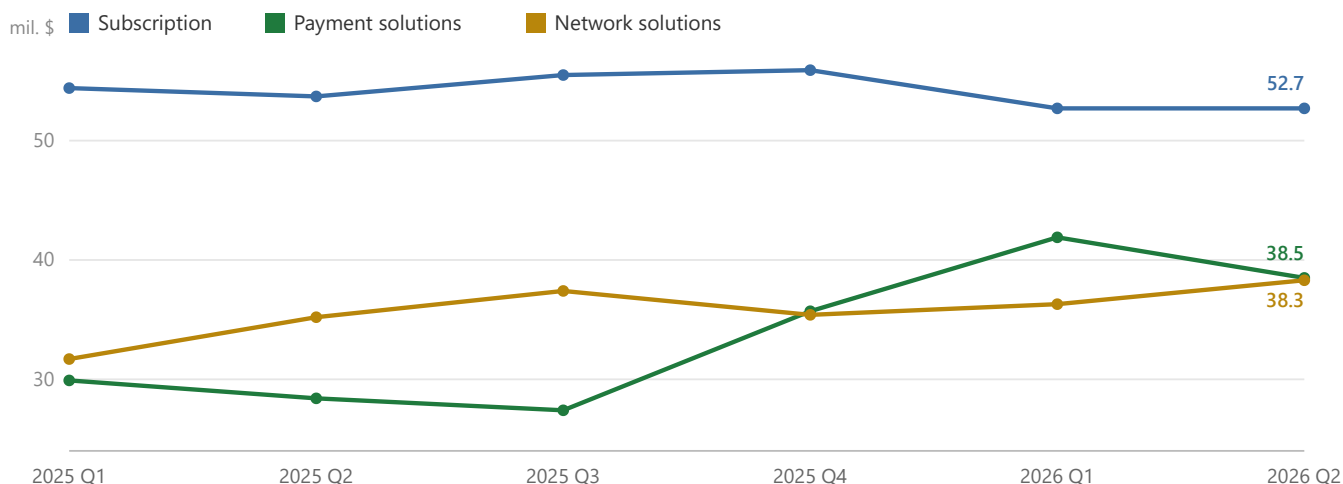
Phreesia **není** hlavní nemocniční systém, kde je uložena zdravotní dokumentace. Tomu se říká EHR a vládne mu firma Epic. Phreesia je vrstva **okolo návštěvy** — příchod, registrace, platba, komunikace. Je to jako recepce a pokladna, ne kartotéka lékaře. To je zásadní pro pochopení rizik dál v textu.

Jak z toho mají peníze — tři různé kohoutky

Zdroj příjmů	Za čtvrtletí	Meziročně	Jak to funguje
Subscription	52,7 mil. \$	-2 %	Klinika platí měsíční poplatek za software. Firma schválně nezdrazuje (příjmy z toho klesly o 2 %). Taktika: mít co nejvíc klinik, a pak na nich vydělat přes Payment solutions a Network solutions — ne na samotném pronájmu programu.
Payment solutions	38,5 mil. \$	+36 %	Když pacient zaplatí přes Phreesii, firma si vezme malé procento. Skok +36 % je ale skoro celý z nákupu firmy AccessOne (půjčky pacientům na drahou léčbu). Bez té akvizice by Payment solutions rostly jen o pár procent.
Network solutions	38,3 mil. \$	+9 %	Tohle kliniky neplatí . Platí hlavně farmaceutické firmy (a vedle nich i americké zdravotní pojišťovny), aby se pacientovi při vyplňování dotazníku zobrazila informace o léku nebo programu. Jiný zákazník, jiný byznys.
Celkem	129,5 mil. \$	+10 %	

Logika je tedy: **levné (nebo nezdražené) Subscription → hodně klinik → na stejné návštěvě se vydělá na Payment solutions a Network solutions.** První kohoutek má přivést zákazníky, druhé dva je mají zpeněžit.

Jak se ty tři kohoutky vyvíjejí



Čtvrtletní tržby jednotlivých částí v milionech dolarů. Zdroj: výkazy Phreesie (dopočteno z pololetních a ročních čísel). Popisky jsou kalendářní čtvrtletí; firmě končí účetní rok v lednu.

Z grafu je vidět celý příběh na jednom místě. **Subscription** (modrá) roste do konce roku 2025, pak spadne o zhruba tři miliony a od té doby stojí na místě. **Payment solutions** (zelená) dělaly až do podzimu 2025 nic, dokonce mírně klesaly — a pak najednou vyskočily. To není zásluha nového obchodu, ale **nákupu firmy AccessOne** v listopadu 2025. **Network solutions** (žlutá) rostou pomalu a nepravidelně, jak farmaceutické firmy přidávají nebo ubírají rozpočty.

Network solutions jsou něco navíc — a zároveň nejhůř předvídatelné

Klinika za ni neplatí nic. Peníze jdou od farmaceutických firem (hlavně) a od zdravotních pojišťoven. Ty ale zadávají rozpočty po kampaních, často na půl roku dopředu, a podle nálady trhu nebo regulace to umí seškrtat. Vedení Phreesie to samo přiznalo: na druhou polovinu roku 2026 vidí do této části hůř a některé firmy utrácejí méně. Proto je to **cyklické a těžko odhadnutelné**. Jan Barta to přesto bere jako bonus navrch — něco, co běžná softwarová firma nemá, a co trh v ceně akcie skoro nepočítá.

2. Jak je Phreesia velká

Dvě čísla, která dávají smysl sledovat. Všechno ostatní je jen odvozené od nich.

4 744

klinik a nemocnic
jako platících klientů

180 mil.

návštěv u doktora
za rok 2025

1 ze 6

všech návštěv
u doktora v USA

~40 tis.

návštěv ročně
na jednu kliniku

To „jedna ze šesti návštěv v USA“ je opravdové a je to hlavní argument, proč je firma cenná. Nikdo jiný takový dosah nemá.

Jak dosah rostl

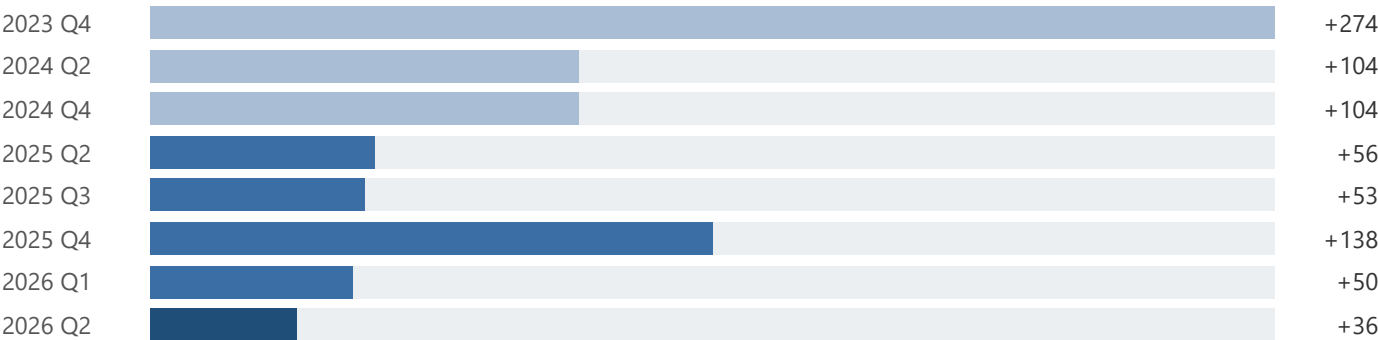


Počet návštěv u doktora, které prošly přes Phreesii. Zdroj: oficiální materiály firmy. Podíl na trhu se posunul z „více než 1 z 10“ (2022) na „1 ze 6“ (2025).

Pozor na jednu věc: růst se výrazně brzdí. Přírůstek byl +30 mil., pak +20 mil., pak jen +10 mil. návštěv. A číslo za rok 2026 firma zatím nezveřejnila — všechny materiály, včetně těch ze září 2026, pořád citují rok 2025. Takže „jedna ze šesti“ je poslední *potvrzený* stav, ne živé číslo.

Přibývají, nebo ubývají kliniky?

Tohle je nejčastější obava a odpověď je jasná: **kliniky pořád přibývají, ale nabírání skoro zhaslo.**



Kolik klinik čistě přibylo za čtvrtletí (nově přichází minus odejde). Skok +138 v Q4 2025 je z velké části nákup firmy AccessOne (+80 klientů), ne získání nových zákazníků. Ani jednou nebylo číslo záporné.

Co firma nezveřejňuje

Phreesia hlásí jen **čistý** počet klientů. Neříká, kolik klinik nově získala a kolik jich odešlo — jen výsledný rozdíl. Do roku 2023 zveřejňovala i míru udržení zákazníků (kolem 88–90 %), pak s tím přestala. Když se na to analytik na konferenčním hovoru přímo zeptal, finanční ředitel odpověděl vyhýbavě, bez čísla. To je jediná slabina v transparentnosti, na kterou se dá ukázat.

3. Teze Jana Barty a Pale Fire Capital

Pale Fire Capital je investiční skupina Jana Barty a Dušana Šenkypla (ten je zároveň šéfem amerického Grouponu). V únoru 2026 nakoupili akcie Phreesie a pak rychle přikupovali.

Datum	Podíl	Poznámka
11. 2. 2026	9,2 %	První nákup, oznámený úřadům
17. 3. 2026	12,7 %	Číslo, které koluje v člancích
31. 3. 2026	14,7 %	Aktuální stav: 8,92 mil. akcií

Celkem za ně zaplatili **103,5 mil. dolarů**, tedy v průměru zhruba **11,60 \$ za akcii**. Poslední velký nákup udělali kolem 8 \$, což byla skoro nejnižší cena. Dnes akcie stojí zhruba stejně jako jejich průměrná nákupní cena — jsou tedy přibližně na nule.

Barta to na své přednášce shrnul takto: „*Já jsem tu firmu před měsícem ani neznal, nyní vlastníme asi 10 procent firmy a jsme v kontaktu s boardem firmy ohledně personálních záležitostí.*“ Podle něj trh nedoceňuje, jak hluboko je Phreesia zaražená v americkém zdravotnictví — a že to nejde nahradit programem, který někdo narychlo napíše s pomocí umělé inteligence.

Jeho argumenty, jeden po druhém

Co říká	Sedí to?	Vysvětlení
Prochází přes ně 15 % návštěv u doktora v USA	Ano	Firma sama uvádí 180 milionů návštěv za rok 2025, tedy jednu ze šesti. Dosah je skutečný.
Je to „Mews pro kliniky“	Zjednodušení	Hezké přirovnání pro laika, ale nepřesné. Mews je hlavní systém hotelu. Phreesia hlavní systém kliniky <i>není</i> — tím je Epic. Phreesia je vrstva okolo návštěvy.
Nad softwarem je ještě Network solutions	Ano — bere to jako bonus navrch	Kliniky za to neplatí. Platí farmacie (hlavně) a zdravotní pojišťovny. 38,3 mil. \$ za čtvrtletí. Třešnička, kterou trh špatně oceňuje — ale i nejhůř předvídatelná část, protože rozpočty kampaní se mění.
Můžou cílit i na doktory, ať předepisují jejich lék	Přehnané	Hlavní produkt míří na <i>pacienta</i> při vyplňování dotazníku, ne na lékaře. Cílení na lékaře je jiný byznys, kde vládnou jiné firmy.
Obchoduje se pod dvojnásobkem hrubé marže	Ano, v době nákupu	Pozor, mluví o hrubém zisku , ne o tržbách. Za rok firmě po odečtení přímých nákladů zbyde 343 mil. \$. Když ji kupoval kolem 8 \$ za akcii, platil za ni jen 1,4násobek toho. Dnes, po zdražení akcie, je to 2,1násobek. Vůči <i>tržbám</i> je firma ještě levnější — viz kapitola 7.
Vysoké bariéry díky regulaci, nikdo je nenahradí	Míří na špatného soupeře	Regulace a složité napojení na nemocniční systémy skutečně brání malému startupu. Nebrání ale Epicu , aby si registraci a platby udělal sám ve svém systému. A právě Epic je ta hlavní hrozba.

Co Pale Fire ve skutečnosti kupuje

Nekupují příběh „firma zase začne rychle růst“. Kupují **hotový dosah** — 4 700 klinik a 180 milionů návštěv — za velmi nízkou cenu. Network solutions berou jako **něco navíc**: kliniky za ni neplatí, platí farmacie a pojišťovny, a trh to v ceně akcie skoro nepočítá. Plus vliv na obsazení vedení firmy. Je to sázka na levnou hodnotu a vlastní aktivitu, ne na růstovou raketu.

4. Jak firma dopadla v posledním čtvrtletí

Výsledky za tři měsíce do konce července 2026, zveřejněné 2. září 2026. Akcie na to zareagovala **propadem zhruba o 8 %** (z 11,85 \$ na necelých 11 \$).

129,5 mil. \$ tržby (+10 % meziročně)	1,9 mil. \$ čistý zisk (loni 0,7 mil.)	13,8 mil. \$ volná hotovost za čtvrtletí	23 mil. \$ splaceno z dluhu
---	--	--	-----------------------------------

Proč akcie spadla, když tržby byly v pořádku

Protože zisk na akcii vyšel **0,03 \$ místo očekávaných 0,09 \$**. To vypadá jako průsvih, ale příčina není v hlavním byznysu. Provozní zisk byl naopak nejlepší v historii firmy: **+7,6 mil. \$**, zatímco loni ve stejném období byla ztráta.

Rozdíl vznikl až pod čarou, ve třech položkách, které s provozem kliniky nemají nic společného:

Položka	Letos	Loni	Co to je
Úroky z dluhu	-1,7 mil. \$	-0,4 mil. \$	Půjčili si na nákup firmy AccessOne, teď z toho platí úroky
Ostatní náklady	-2,9 mil. \$	+0,3 mil. \$	Účetní přecenění, žádné skutečné peníze neodešly
Daň	-1,3 mil. \$	+1,2 mil. \$	Loni měli daňovou úlevu, letos platí

Dohromady zhruba 3 až 4 miliony dolarů — a přesně o tolik zisk na akcii nedosáhl očekávání. **Zkrátka: byznys šlapal, potopily to dluh, účetní položka a daně.**

Pozor na chybu, kterou dělají finanční weby

Hrubá marže neskočila na 85 %

V některých aplikacích to tak vypadá, ale je to chyba v jejich zpracování dat. Phreesia ve svých výkazech **řádek „hrubá marže“ vůbec nemá** — má náklady rozepsané zvlášť. Weby si marži dopočítávají samy a v tomto čtvrtletí do ní zapomněly započítat náklady na platby (23,9 mil. \$) a odpisy (10,0 mil. \$). Když se to spočítá stejně jako minule, vyjde marže **zhruba 67 %**, tedy stejně jako loni. Nic se nezlepšilo ani nezhoršilo.

5. Strategie firmy — a jestli funguje

Vedení firmy už tři čtvrtletí po sobě opakuje stejnou větu. Zjednodušeně:

„Americké kliniky jsou pod finančním tlakem. Proto jim schválně nezdrazujeme Subscription. Chceme být dobrý partner — a vyděláme si víc na Payment solutions a Network solutions.“

Funguje to?

Napůl. Taktika je jasná: nezdrazovat Subscription → nabrat (nebo alespoň udržet) kliniky → hodit je na Payment solutions a Network solutions. Rozdělme to:

Část strategie	Výsledek	Důkaz
Držet cenu nízko, aby přišlo víc klinik	Nefunguje	Nabírání se naopak zpomalilo: z +274 klinik za čtvrtletí na +36. Kdyby nižší cena lákala nové zákazníky, čekali bychom opak.
Vydělat na klinikách přes Payment solutions	Skok je z nákupu	Payment solutions +36 %, ale skoro celé z koupené firmy AccessOne. Bez ní by tohle číslo skoro nestouplo.
Vydělat přes Network solutions	Funguje, ale houpe se	+9 % za čtvrtletí. Kliniky neplatí — platí farmacie a pojišťovny. Vedení samo říká, že druhá polovina roku je hůř čitelná.

Udržet si klienty	Zřejmě ano	Počet klinik nikdy neklesl. Odchody sice nevidíme přímo, ale hromadný útek by se v číslech projevil.
-------------------	------------	--

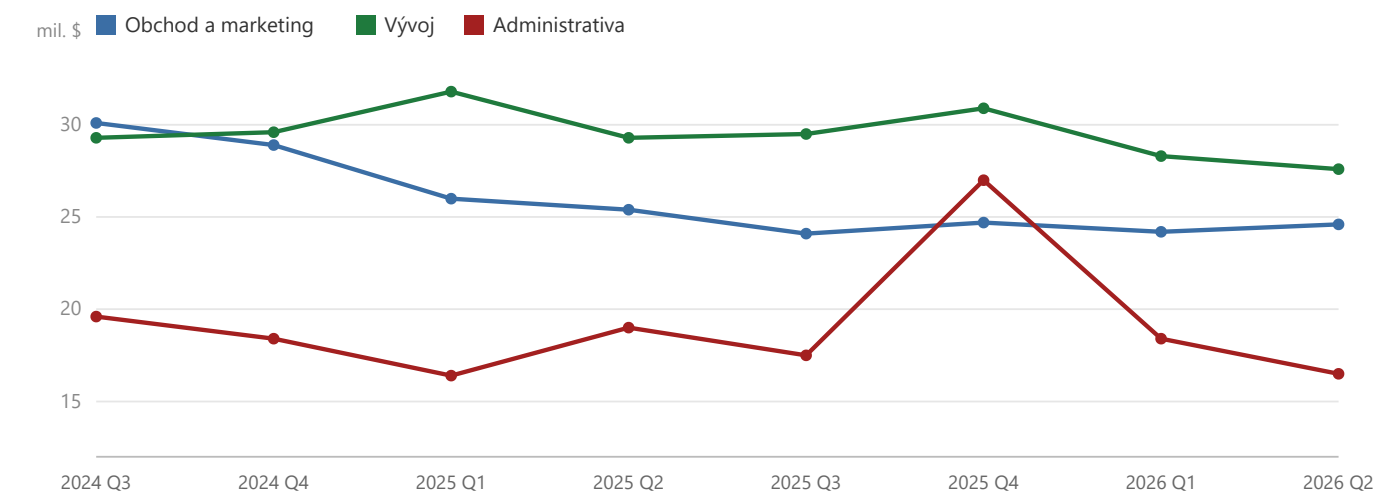
Proč je tedy firma v zisku, když Subscription klesá? Protože zlevnění je drobné a úspory obrovské. To je celá další kapitola.

6. Náklady a investice — odkud se vzal zisk

Firma se do zisku nedostala tím, že by najednou nabrala stovky klinik. Dostala se tam tím, že **přestala utrácet jako dřív**. Dvě věci se staly najednou: ořezaly se běžné náklady (hlavně obchod a marketing) a doplatil se investiční cyklus — platforma je postavená, teď se skoro nic nového nestaví.

24,6 mil. \$ obchod a marketing (dřív kolem 40)	220 lidí pryč v květnu 2026	0,5 mil. \$ investice do zařízení (dřív 5–7 mil. za čtvrtletí)	13,8 mil. \$ volná hotovost za poslední čtvrtletí
--	--	---	--

Běžné náklady — kde se šetří

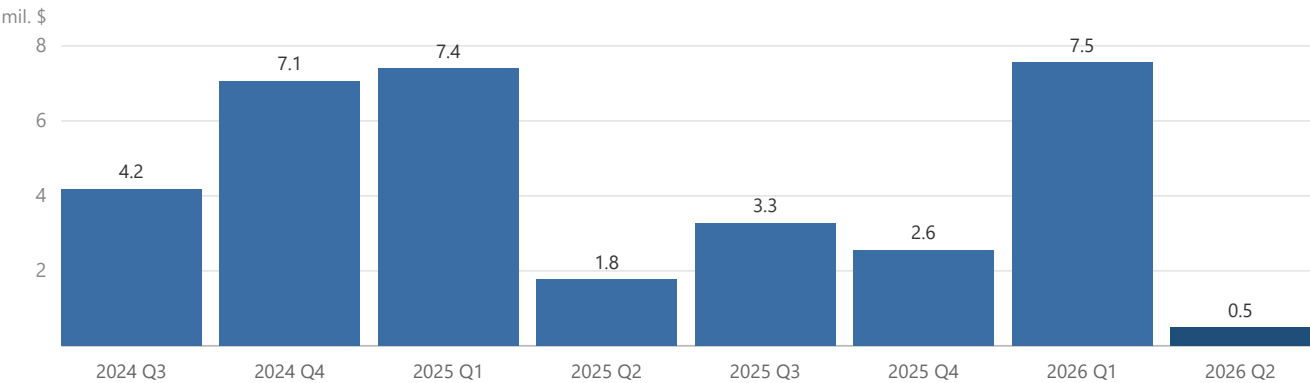


Tři největší „lidské“ nákladové položky za čtvrtletí, v milionech dolarů. Zdroj: čtvrtletní výkazy Phreesie. Špička administrativy na konci roku 2025 je z velké části účetnictví kolem nákupu AccessOne, ne že by najednou nabrali úředníky.

Obchod a marketing (modrá) padá už dva roky: z ~37 mil. \$ na **24,6 mil. \$**. Firma přestala draze honit nové kliniky. **Vývoj** (zelená) klesá mírně — platforma je hotová, udržuje se. **Administrativa** (červená) je taky níž než před dvěma lety, kromě toho jednorázového skoku při nákupu AccessOne.

Položka za čtvrtletí	Léto 2025	Léto 2026	Co se stalo
Obchod a marketing	25,4 mil. \$	24,6 mil. \$	Dál se škrtá, ale už pomalu — velký řez byl dřív
Vývoj produktu	29,3 mil. \$	27,6 mil. \$	Méně nových projektů
Administrativa	19,0 mil. \$	16,5 mil. \$	Méně lidí v zázemí
Subscription (příjem)	53,7 mil. \$	52,7 mil. \$	„Zlevnění“ je jen 1 milion — nic proti úsporám

Investice — cyklus dojel



Kolik firma za čtvrtletí utratila za zařízení a podobné investice (ne za mzdy). Zdroj: výkaz o peněžních tocích. Poslední sloupec 0,5 mil. \$ je z oficiální výsledkové zprávy.

Ještě před dvěma lety dávala Phreesia do stavby platformy **5 až 7 milionů dolarů za čtvrtletí**. V posledním čtvrtletí to bylo **0,5 milionu**. To není drobnost — to je konec investičního cyklu. Software je postavený, teď se hlavně odepisuje to, co se už zaplatilo dřív.

Zisk a hotovost jsou dvě různé věci

Účetní zisk (7,6 mil. \$ z provozu) vzniká z nižších mezd a marketingu. **Volná hotovost** (13,8 mil. \$) je ještě vyšší, protože firma skoro nic neinvestuje. Kdyby zítra zase začala stavět novou platformu, hotovost by spadla, i kdyby zisk na papíře zůstal. A naopak: odpisy z dřívějších investic zisk snižují, ale z účtu nic neodchází. Proto je volná hotovost poctivější číslo než čistý zisk 1,9 mil. \$.

Za poslední čtvrtletí z té hotovosti firma **splatila víc než 23 milionů dolarů dluhu**. Účet se skoro nezměnil (74,6 mil. \$ po 76,4), protože peníze neležely ladem — šly na splátky. To je zdravé: vydělávají a hned snižují úroky, které jim v tomhle čtvrtletí kazily zisk na akcii.

Co z toho plyne

Škrty jdou udělat jen jednou. Až dojedou, další růst zisku musí přijít z tržeb — tedy z klinik, Payment solutions a Network solutions. Pokud ty zůstanou ploché, zisk se už moc nezvedne. Právě proto je tahle kapitola důležitější než „zlevnili Subscription“: zisk je z toho, že přestali kupovat růst drah.

7. Kolik firma stojí a co za to dostaneš

Nejdřív jedna technická věc, aby čísla dávala smysl. Když se počítá, „co firma stojí“, nebere se jen cena všech akcií, ale přičte se dluh a odečte hotovost — protože kupec by dluh převzal a hotovost dostal. Tomu se říká **hodnota podniku**:

Cena všech akcií (~11,85 \$ × 62 mil. akcií)	735 mil. \$
– hotovost na účtu	–73 mil. \$
+ dluh	+62 mil. \$
= hodnota celého podniku	724 mil. \$

Za co platíš	Ročně	Násobek	Co to znamená
Tržby	508 mil. \$	1,4×	Celá firma stojí méně než jeden a půl ročního obratu. U softwarových firem bývá běžné 3× až 8×.
Hrubý zisk (co zbyde po přímých nákladech)	343 mil. \$	2,1×	Tohle myslí Barta tím „pod dvojnásobkem“. Když nakupoval kolem 8 \$, byl to jen 1,4násobek.
Provozní zisk (plán)	125–135 mil. \$	~5,5×	Velmi nízko. Pozor: v tomto čísle nejsou odpisy ani akcie vydané zaměstnancům.
Volná hotovost	~55 mil. \$	~13×	Nejpoctivější míra — skutečné peníze. I tak levné, ale ne tak dramaticky jako předchozí řádky.

Pozor na záměnu dvou čísel

„Dvojnásobek“ z Bartova rozhovoru se týká **hrubého zisku**, ne tržeb. Vůči **tržbám** je firma podstatně levnější — jen **1,4×**. Obojí je pravda, jen se to počítá z jiného základu.

Trh tedy Phreesii oceňuje jako firmu, **která už nikdy neporoste** — jen bude generovat hotovost. To je hlavní argument pro nákup: pokud bude jen stagnovat a vydělávat, je levná. A hlavní riziko zároveň: pokud začne klesat, není to levné, ale zasloužené.

Jedna věc, kterou je dobré vědět o plánu na letošek

Plán 510–520 mil. \$ vypadá jako slušný růst z loňských 481 mil. \$. Ale zhruba **37 milionů z toho pochází z koupené firmy AccessOne**, ne z vlastního růstu. Když to odečteš, firma letos v podstatě **stagnuje**. Vedení navíc samo upozorňuje, že u Network solutions má na druhou polovinu roku horší přehled — farmaceutické firmy zadávají méně peněz.

8. Shrnutí: dvě čtení, obě zatím platí

Proč to může být příležitost

- Kliniky **neodcházejí** — pořád jich čistě přibývá.
- Dosah 1 ze 6 návštěv se nedá snadno nahradit.
- Firma vydělává hotovost a rychle splácí dluh.
- Cena je nízká — trh počítá s tím, že už nikdy neporoste.
- Network solutions jsou něco, co běžná softwarová firma nemá.
- Velký akcionář (Pale Fire) tlačí na změny ve vedení.

Proč to může být past

- Hlavní část byznysu (Subscription) **klesá**.
- Nabírání nových klinik prakticky zaniklo (+36).
- Bez koupené firmy tržby letos stagnují.
- Zisk je z propouštění a škrtů — to jde udělat jen jednou.
- Epic si registraci a platby dělá sám.
- Firma přestala zveřejňovat, kolik klientů si udrží.

9. Hlavní riziko: Epic si to začíná dělat sám

Největší hrozba pro Phreesii není malý startup ani umělá inteligence. Je to firma, která už v ordinaci sedí — **Epic**.

Epic je v USA jednička v nemocničních systémech. Tam má lékař karty pacientů, výsledky vyšetření, recepty. Má zhruba **42 % trhu**, tržby kolem 5,7 miliardy dolarů a roste zhruba o 14 % ročně. Phreesia se na Epic napojuje zvenku: dělá recepci, registraci a platbu, než pacient vejde dovnitř.

Problém je, že Epic tyhle věci **čím dál víc nabízí nativně ve svém vlastním systému**. Nemocnice pak stojí před jednoduchou volbou: koupit si na to ještě Phreesii, nebo použít to, co už v Epicu mají zaplacené. Tomu se říká „postavit si to sami, nebo koupit odjinud“. Čím víc toho Epic umí, tím těžší je Phreesii tu volbu vyhrát.

K tomu se přidává, co se děje v americkém zdravotnictví. Nemocnice mají marže 1–2 % a klesají. Nezávislé soukromé praxe mizí — podíl lékařů, kteří si ordinaci sami vlastní, spadl z 58 % na 36 % za šest let. Místo nich vznikají velké sítě a nemocniční skupiny. A právě ty velké sítě nejčastěji jedou na Epicu. Historicky nejsilnější kanál Phreesie (menší nezávislé kliniky) se tedy zmenšuje přesně ve chvíli, kdy Epic nabízí víc z toho, co Phreesia prodává.

Co na to říká vedení Phreesie

Na konferenčním hovoru k posledním výsledkům se na to ptali. Finanční ředitel odpověděl, že tahle dynamika **trvá už sedm let a nijak se nezhoršuje** — že „Epic versus koupit Phreesii“ je konstanta, ne nová hrozba. Jinými slovy: víme o tom dlouho a pořád tu jsme.

Ta odpověď může být pravda a zároveň málo uklidňující. I když se Epicovo chování sedm let „nemění“, mění se okolí: víc lékařů padá do velkých systémů, které Epic už má. Nemusí se zhoršovat produkt. Stačí, že ubývá zákazníků, pro které dává smysl platit za zvláštní recepci navíc.

Proto Barta míří na špatného soupeře, když říká, že regulace firmu ochrání před náhradou. Regulace opravdu brání, aby někdo Phreesii nahradil programem napsaným za víkend. **Epicu v tom nebrání.**

Zdroje: výsledková zpráva a čtvrtletní dopis akcionářům Phreesia za období končící 31. 7. 2026, starší čtvrtletní zprávy firmy, hlášení Pale Fire Capital americkému regulátorovi (Schedule 13D a jeho dodatky), tržní data k 2. 9. 2026. Dokument slouží k pochopení situace, není investičním doporučením.