

Pilulka.cz

Čas utáhnout opasky

30. června 2023

Česká republika

Maloobchod

mil. Kč	2022	2023E	2024E	2025E
Tržby	2447	2611	2819	3231
% růst	3%	7%	8%	15%
EBITDA	-1	2	37	73
EBITDA marže	0,0%	0,1%	1,3%	2,3%
NOPAT	-48	-57	-2	20
Kapitálové výdaje	-77	-47	-31	-42
Odpisy a amortizace	53	61	41	56
WACC	n.a.	12,5%	12,5%	12,5%
FCFF	-115	-44	-13	33
Celkový dluh	85	84	83	82

Pilulka má za sebou sekundární úpis akcií (SPO), o němž jen těžko mluvit jako o úspěšném. **Za cenu 450 Kč se upsalu necelých 150 tis. ks akcií** z celkově nabízených 500 tis. Výnos 67 mil. Kč tudíž přinutil Pilulku přistoupit k sérii úsporných opatření, které mají dopad na cílovou cenu. Po zanesení nových předpokladů do modelu **snižujeme cílovou cenu akcií z 393 Kč před SPO na aktuálních 362 Kč na akcii, avšak ponecháváme doporučení REDUKOVAT.**

- Pilulka upsalu v sekundárním úpisu **necelých 150 tis. ks nových akcií za 450 Kč za akcii** (spodní hranice upisovacího pásma).
- Odhadujeme, že SPO přineslo **čistý výnos 65 mil. Kč.**
- Pilulka oznámila **odchod ze ztrátového rumunského trhu** a představila oficiální úsporný balíček za 100 mil. Kč.
- V DCF modelu už od příštího roku nepočítáme s RO trhem a **zanášíme do něj úspory za 55 mil. Kč** (dostatečný objem, aby hotovost neklesla do mínusu).
- Zároveň ale modelujeme pomalejší růst tržeb s výsledným **průměrným ročním růstem tržeb CAGR mezi roky 2023 až 2032 kolem 9 %** na 5,4 mld. CZK v roce 2032.
- Pro celé období stanovujeme diskontní míru **WACC na 12,5 %.**
- Výnos ze sekundárního úpisu by měl být v dohledné době dostatečný, **další úpis zatím nepředpokládáme.**

Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu se proto posouvá **z 393 Kč na 362 Kč za akcii** a při současné ceně 400 Kč za akcii (-10 %) **odpovídá doporučení REDUKOVAT.**

REDUKOVAT

6M Cílová cena	362 Kč
Předešlá cílová cena	393 Kč
6M Dividenda	0 Kč
Současná cena	400 Kč
6M Celkový výnos	-10 %

ISIN CZ0009009874
Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 1,07 mld. Kč
Počet akcií 2,65 mil.
Free-float 32 %

Výnos	1M	3M	12M
Absolutní	-9,9%	-32,2%	-65,5%
Rel. k PX Index	-10,0%	-36,4%	-76,2%



Ján Hladký

Equity Analyst

+420 221 424 183

hladky@patria.cz

OBSAH

SEKUNDÁRNÍ ÚPIS AKCIÍ (SPO).....	- 3 -
ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU	- 3 -
RIZIKA VALUACE.....	- 6 -
FINANČNÍ UKAZATELE	- 8 -
DISCLAIMER.....	- 9 -

SEKUNDÁRNÍ ÚPIS AKCIÍ (SPO)

Odhadujeme, že SPO přineslo čistý výnos 65 mil. Kč

Online lékárna Pilulka **upsala v rámci obou kol sekundárního úpisu 149 668 ks akcií za 67 350 600 Kč** (průměrná cena 450 Kč za akcii). V samotném druhém kole se tedy upsalo jen cca 40 tis. ks akcií.

Je zjevné, že celkový výnos z SPO je **daleko za očekáváním jak managementu Pilulky, tak těmi našimi**. Byznys plán managementu byl postaven na předpokladu úpisu všech 500 tis. ks akcií na horní hraně upisovacího pásma, tedy za cenu 550 Kč. Naše konzervativnější odhady mluvily také o 500 tis. ks, avšak za cenu 450 Kč.

Jak jsme psali v poslední zprávě, Pilulka dle našich odhadů potřebovala získat alespoň 100 mil. Kč aby nepotřebovala na svoji činnost hledat další kapitál. Ani tento cíl se nepodařilo dosáhnout, čistý výnos po zaplacení poplatků odhadujeme kolem 65 mil. Kč. **Z toho ale nutně nevyplývá, že by jedinou cestou bylo za pár let další SPO.** Samotný management tuto možnost striktně odmítl.

V nedávno publikovaném oznámí naopak představil **sérii úsporných opatření**, která mají za úlohu urychlit cestu k profitabilitě a ochránit tak hotovost. Spolu s tím jsme tudíž upravili náš oceňovací model v rámci níže uvedených parametrů.

Podotkneme ještě, že **neúspěšné SPO mělo na cílovou cenu jen minimální přímý valuační vliv**, a to z toho důvodu, že nižší dosažený objem hotovosti na rozvaze byl plně vykompenzován nižším počtem navýšených akcií. Veškeré efekty jsou tak nepřímého charakteru přes nutná úsporná opatření.

ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU

V DCF modelu už nepočítáme s RO trhem a zanášíme do něj úspory za 55 mil. Kč

První základní změnou je zanesení výnosu z SPO do výkazů. Do cashflow z finanční činnosti vkládáme **naši očekávaný čistý výnos 65 mil. Kč**. Na rozvaze zase navyšujeme emisní ážio o cca 67,2 mil. Kč (místo předtím předpokládaných 224,5 mil. Kč) a základní kapitál o cca 0,15 mil. Kč (místo 0,5 mil. Kč).

Jak jsme předpokládali, v rámci úsporného balíčku **opustí Pilulka ztrátový rumunský trh**. Proto od příštího roku už pro tento region počítáme s nulovými tržbami, případný výnos z prodeje však do odhadů zatím nezahrnujeme.

Management dále oznámil **rozvázání smluv s 50 zaměstnanci** na centrálach v Praze, Bratislavě a Bukurešti. Ke konci loňského roku měla společnost celkově 383 zaměstnanců, takže jejich počet sníží o 13 %. Spolu s širší reorganizací, změnami ve vedení společnosti a omezením akvizičních aktivit a investic by Pilulka chtěla **snížit roční náklady až o 100 mil. Kč**.

Tradičně jsme o něco konzervativnější a dáváme si tak ve valuaci prostor. Odhadujeme, že na osekáných kapitálových výdajích ušetří společnost v tomto a příštím roce cca 15 mil. Kč, na nižších variabilních nákladech cca 10 mil. Kč a na provozních nákladech (hlavně mzdy) v roce 2024 cca 30 mil. Kč. Dohromady jsme tak do modelu **proti našim předešlým odhadům zanesli úspory za cca 55 mil. Kč**.

Za naším opatrnějším přístupem je i fakt, že dle našeho modelu by 55 mil. Kč mělo Pilulce **stačit k tomu, aby se hotovost na rozvaze nedostala do mínusových hodnot**. V roce 2024 by hotovost měla klesnout na 10 mil. Kč a od tohoto bodu už dál růst (odraz zlepšující se profitability). Dodatečný zdroj financí navíc poskytne odprodej rumunské větve byznysu.

Spolu s tím však snižujeme i odhadovaný růst tržeb

Nic však není zadarmo a sekání nákladových položek půjde dle našeho názoru ruku v ruce **se zpomalením celkového růstu byznysu**. Z toho důvodu jsme kromě nulových rumunských tržeb snížili předpokládaný růst tržeb i v ostatních regionech.

Dotčeny budou dle našeho názoru především roky 2024 a 2025, kdy se management bude soustřeďovat na profitabilitu a kdy budou dopady těchto kroků dobíhat. Předpokládáme také výraznější ústup z kamenných lékáren.

Výsledkem je cca **9% průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2023 až 2032 až na hodnotu 5,4 mld. Kč v roce 2032**. Pro porovnání, poslední červnový update modelu počítal s CAGR tržeb cca 10 % až na hodnotu 5,4 mld. Kč v roce 2032. Následující tabulka shrnuje naše aktuální předpoklady (tržby online zahrnují také tržby z doplňkových služeb):

mil. Kč	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Celkové tržby	2611	2819	3231	3713	4161	4540	4853	5090	5268	5432
% růst	7%	8%	15%	15%	12%	9%	7%	5%	3%	3%
Tržby online	2338	2579	3015	3490	3932	4304	4610	4840	5010	5167
% růst	10%	10%	17%	16%	13%	9%	7%	5%	4%	3%
Česká republika	1585	1744	2005	2286	2515	2691	2825	2966	3086	3209
Slovensko	608	693	797	917	1043	1165	1291	1356	1396	1418
Rumunsko	74	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rakousko	34	68	102	138	179	215	236	248	253	258
Maďarsko	37	74	111	150	195	234	257	270	275	281
Tržby offline	273	240	216	222	229	236	243	250	258	266

Zdroj: Patria Finance

Pro lepší ilustraci změn přikládáme předpoklady, které jsme uváděli v posledním reportu z 5. června 2023:

mil. Kč	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Celkové tržby	2618	3061	3713	4289	4811	5255	5617	5894	6099	6287
% růst	7%	17%	21%	16%	12%	9%	7%	5%	3%	3%
Tržby online	2346	2802	3446	4014	4528	4963	5317	5584	5780	5959
% růst	10%	19%	23%	16%	13%	10%	7%	5%	4%	3%
Česká republika	1585	1823	2224	2558	2813	3010	3161	3319	3452	3591
Slovensko	608	711	853	982	1117	1247	1383	1452	1495	1519
Rumunsko	76	83	91	101	111	122	131	139	145	148
Rakousko	37	89	133	180	234	281	309	324	330	337
Maďarsko	40	96	144	194	253	303	334	350	357	364

Zdroj: Patria Finance

WACC

Diskontní míru pro celé období jsme stanovili na 12,5 %

Jako diskontní míru **používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)** stanovený na 12,5 %. K běžnému výpočtu (12 %) nadále přidáváme přírážku za likviditu, avšak už jen 0,5 % místo 1 %, jelikož trh Start bude koncem tohoto roku přecházet na kontinuální obchodování. Nízký objem zobchodovaných akcií

(loni cca 90 tis. ks) však zůstává nadále problémem. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

WACC	12,5%
Náklady cizího kapitálu	9,7%
Daňová sazba	19%
Celkový dluh	84 mil. Kč
Váha dluhu	6,9%
Bezriziková úr. míra	3,5%
Beta	1,28
Upravená beta (relevered)	1,12
Equity risk premium (ERP)	7,0%
Country risk premium (CRP)	1,0%
Náklady vlastního kapitálu	12,4%
Tržní kapitalizace	1,125 mld. Kč
Váha vlastního kapitálu	93,1%
Přirážka za likviditu	0,5%

Zdroj: Patria Finance

DCF MODEL

Pro potřeby DCF ocenění jsme modelovali zvlášť roky 2023 až 2032. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

mil. Kč	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminál
Tržby	2611	2819	3231	3713	4161	4540	4853	5090	5268	5432	
% růst	7%	8%	15%	15%	12%	9%	7%	5%	3%	3%	
Hrubý zisk	262	292	340	387	441	477	506	531	554	576	
Hrubá marže	10,0%	10,4%	10,5%	10,4%	10,6%	10,5%	10,4%	10,4%	10,5%	10,6%	
EBITDA	2	37	73	105	149	177	199	217	237	257	
% růst	n.a.	1614%	98%	44%	43%	18%	13%	9%	9%	8%	
EBITDA marže	0,1%	1,3%	2,3%	2,8%	3,6%	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	
EBIT	-57	-2	20	68	106	129	149	164	181	204	
Úrokové náklady	8	8	8	8	8	8	8	7	7	7	
Daňová sazba	0%	0%	0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Daň	0	0	0	11	19	23	27	30	33	37	
Čistý zisk po zdanění	-65	-10	12	48	80	99	114	126	141	159	
NOPAT	-57	-2	20	55	86	105	120	132	147	165	
Odpisy a amortizace	61	41	55	39	45	49	53	55	57	56	
Kapitálové výdaje	47	31	42	48	52	54	56	56	55	54	
% tržeb	1,8%	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	
Změna prac. kapitálu	2	21	0	9	12	11	10	6	2	1	
FCFF	-44	-13	33	36	67	89	107	126	147	166	1800
% růst	n.a.	n.a.	n.a.	10%	84%	32%	21%	18%	16%	13%	
WACC	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Míra dlouhodobého růstu											3%
Diskontní faktor	1,00	0,89	0,79	0,70	0,62	0,55	0,49	0,44	0,39	0,35	
Diskontovaný FCFF	-44	-12	26	26	42	49	53	55	57	58	702

2023 – 2032

Terminální perioda

Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)

Hotovost

Dluh

Tržní kapitalizace

Počet akcií

310 mil. Kč

702 mil. Kč

1012 mil. Kč

32 mil. Kč

84 mil. Kč

960 mil. Kč

2,65 mil.

Cílová cena**362 Kč**

Aktuální cena

400 Kč

Upside/downside**-10%**

Zdroj: Patria Finance

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální hodnotě se ukrývá až 70 % celkové valuace společnosti**. Následující tabulka shrnuje citlivost cílové ceny Pilulky na pohyb ukazatele WACC a na pohyb míry dlouhodobého růstu:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	13,5%	292	302	314	326	339
	13,0%	312	324	337	351	366
	12,5%	335	348	362	378	396
	12,0%	359	374	391	409	430
	11,5%	387	404	423	445	469

Zdroj: Patria Finance

Procentuální změna ceny je pak následující:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	13,5%	-19%	-17%	-13%	-10%	-6%
	13,0%	-14%	-11%	-7%	-3%	1%
	12,5%	-8%	-4%	0%	4%	9%
	12,0%	-1%	3%	8%	13%	19%
	11,5%	7%	11%	17%	23%	29%

Zdroj: Patria Finance

RIZIKA VALUACE

Hlavní rizika naší valuace sledujeme v plánované profitabilitě, regionální expanzi a širších ekonomických faktorech

Hlavní riziko celého našeho ocenění vidíme v předpokladu, že **se provozní zisk postupně dostane do černých čísel a následně se tam i udrží**. Takovýto vývoj prognózuje od roku 2025 s provozní marží kolem 0,6 % a jejím následným růstem až na 3,7 % v roce 2032. Kromě provozních nákladových položek však bude **společnost muset kontrolovat i kapitálové výdaje**, jelikož zejména nákladná expanze let 2021 a 2022 ukázala, jak rychle se výnos z úpisu akcií dokáže vytratit.

Druhým rizikem je **probíhající regionální expanze**. V tomto případě se ale jedná o riziko oběma směry. Nezládnutá expanze může skončit jako čistě nákladová přítěž, která by stáhla náš odhad volného cashflow níž. Na druhou stranu, otevření nových trhů může zrychlit růst tržeb, což by i při nezměněných provozních maržích posunulo celou valuaci nahoru.

Výnos z SPO by měl být dostatečný, další úpis zatím nepředpokládáme

Do třetice je dobré podtrhnout **aktuální makroekonomická rizika**, která se do valuace mohou nakonec promítnout víc, než s čím nyní počítáme. Primárně se nyní jedná o protáhlou a hlubokou recesi, jelikož v našem modelu počítáme jen s malým zpomalením ekonomiky v tomto a v příštím roce. Opomenout nemůžeme ani inflaci, která je sice na ústupu, avšak některá proinflační rizika tady pořád jsou (například růst mezd). Růst nákladových položek může zatlačit na provozní marže a příchod větší recese může omezit výdaje domácností.

Na závěr ještě jednou zopakujeme, že po pečlivém zvážení všech faktorů **nepředpokládáme, že by stávajícím akcionářům hrozil další sekundární úpis nových akcií**. Management tuto možnost vyloučil již během SPO a z oznámeného úsporného balíčku je vidět, že tento příslib bere vážně. Riziko dalšího ředění stávajících akcionářů v nejbližších pár letech je tak dle našeho názoru malé.

FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Celkové tržby	2380	2447	2611	2819	3231
% růst	34%	3%	7%	8%	15%
Tržby online	1972	2127	2338	2579	3015
% růst	48%	8%	10%	10%	17%
Česká republika	1410	1510	1585	1744	2005
Slovensko	488	543	608	693	797
Rumunsko	74	74	74	0	0
Rakousko	0	1	34	68	102
Maďarsko	0	3	37	74	111
Tržby offline	408	321	273	240	216
% růst	-8%	-21%	-15%	-12%	-10%

Profitabilita (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Hrubý zisk	238	260	262	292	340
Hrubá marže	10,0%	10,6%	10,0%	10,4%	10,5%
EBITDA	29	-1	2	37	73
EBITDA marže	1,2%	0,0%	0,1%	1,3%	2,3%
Čistý zisk	-26	-66	-65	-10	12
Čistá marže	-1,1%	-2,7%	-2,5%	-0,4%	0,4%
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10,3	-18,8	-25,9	-4,0	4,9

Rozvaha (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktiva	589	606	589	610	651
Dlouhodobý majetek	175	197	192	181	165
Oběžná aktiva	412	405	397	429	486
Hotovost	72	21	32	10	36
Pasiva	589	606	589	610	651
Vlastní kapitál	204	140	143	133	145
Celkový dluh	21	85	84	83	82
Závazky z obch. styku	348	352	349	386	416
Rezervy	15	8	10	10	10
Menšinové podíly	0	-1	0	0	0

Cashlow (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NOPAT	-14	-48	-57	-2	20
Daňová sazba	0%	0%	0%	19%	19%
Odpisy a amortizace	35	53	61	41	56
Kapitálové výdaje	-82	-77	-47	-31	-42
Změna pracovního kapitálu	-6	21	2	21	0
Volný cashflow (FCFF)	-57	-115	-44	-13	33

Valuace	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	0,42	0,41	0,39	0,36	0,31
EV/EBITDA	34,9	n.a.	470,7	27,5	13,9
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	73,3

DISCLAIMER

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 109
regulovaná ČNB

Patria - Research
Jungmannova 745/24
110 00 Praha 1
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Právní upozornění týkající se prezentace investičních doporučení Skupiny Patria:

Tento dokument, investiční doporučení a jiné ekonomické či investiční analýzy (dále jen „analýzy“) byl připraven analytickým oddělením společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Část oddělení vypracovávající investiční doporučení zahrnuje analytiku: Martin Cakl, Michal Křiváka, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Tato analýza vznikla s podporou Burzy cenných papírů Praha, a.s. (Research Support Program).

Metoda oceňování:

Při přípravě analýz používá Patria všeobecně uznávané metody oceňování, zejména: (i) diskontování budoucího volného cash-flow (Discounted Cash Flow valuation, DCF), (ii) diskontování budoucích dividend (Dividend Discount Model, DDM), (iii) porovnání ve skupině srovnatelných společností (Market-Based Valuation, MBV) a (iv) screeningový systém. Méně často jsou pak využívány některé další metody stanovení férového ocenění, resp. cílové ceny, jako například Residual Income Valuation.

DCF a DDM: výhodou těchto metod je, že jsou propočítány budoucí finanční výsledky, jejich nevýhodou však je, že prognóza budoucích finančních výsledků je ovlivněna vlastním úsudkem analytika.

Porovnání ve skupině srovnatelných společností: je více nezávislé na úsudku analytika, ale je obvykle založeno na současných finančních výsledcích, které se mohou od výsledků budoucích lišit.

Screeningový systém: je založen na dvou dimenzích – (i) ohodnocení potenciálního růstu a (ii) identifikaci atraktivní hodnoty akcií. Podle výsledků screeningu se tak jednotlivé sektory a tituly dají seřadit ve dvojrozměrném prostoru, což umožňuje posoudit jejich relativní atraktivnost.

Patria Finance používá pouze své proprietární modely, jejichž popis je součástí textu analýzy.

Datum a čas uvedené komunikace jsou shodné s datem a časem dokončení a vytvoření investičního doporučení a datem a časem prvního zveřejnění. Doporučení je vytvořeno v datu a čase zveřejnění, a pokud není uvedeno jinak, vztahuje se pouze k časovému období následujícímu bezprostředně po zveřejnění. Patria Finance neaktualizuje doporučení v žádný předem stanovený čas ani v předem stanovené frekvenci. Patria Finance bude provádět aktualizace doporučení pokrývaných firm na základě specifického vývoje dané společnosti, oznámení, tržních podmínek či jakýchkoli dalších veřejně dostupných informací.

Investiční doporučení Definice

KOUPIT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) 10 % a více během období 6 měsíců
AKUMULOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi 0 % a 15 % během období 6 měsíců
DRŽET	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -5 % a 5 % během období 6 měsíců
REDUKOVAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) mezi -15 % a 0 % během období 6 měsíců
PRODAT	Očekávaný celkový výnos (včetně dividend) -10 % a hůře během období 6 měsíců

Vzhledem k vnějším faktorům a v mimořádných situacích může Patria Finance použít i doporučení jako: AKCEPTOVAT NABÍDKU, V REVIZI, POZASTAVENO apod.

Financials

Erste Bank	2.9.22 (Buy; EUR 37), 6.9.21 (Buy; EUR 41), 26.8.20 (Buy; EUR 26), 2.4.20 (Under review), 17.10.17 (Accum; EUR 39), 14.3.16 (Accum; EUR 26.5), 21.9.15 (Buy; EUR 30), 30.4.15 (Buy; EUR 28), 26.1.15 (Buy; EUR 24)
Komerční Banka	2.9.22 (Buy; CZK 866), 6.9.21 (Buy; CZK 934), 24.5.21 (Buy; CZK 833), 3.6.20 (Buy; CZK 715), 2.4.20 (Under review), 30.4.19 (Accum; CZK 990), 28.6.18 (Accum; CZK 980), 8.11.16 (Reduce; CZK 820), 3.11.16 (Under review), 14.3.16 (Buy; CZK 1 140*), 23.11.15 (Buy; CZK 1 170*), 30.4.15 (Hold; CZK 1 120*)
Moneta	2.9.22 (Accum; CZK 85), 6.9.21 (Hold; CZK 92), 4.6.20 (Buy; CZK 72), 2.4.20 (Under review), 22.11.19 (Buy; CZK 86), 25.3.19 (Buy; CZK 83), 2.5.18 (Buy; CZK 86.8), 6.5.16 (Buy; CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	2.4.20 (Under review), 8.1.20 (Akum; HUF 15,500), 26.6.19 (Akum; HUF 12,501)

* zohledněn split 1:5 (pře počítáno)

Utilities

CEZ	29.3.22 (Buy; CZK 1317), 23.2.21 (Under review), 8.4.20 (Buy; CZK 545), 12.7.18 (Reduce; CZK 526), 17.3.17 (Reduce; CZK 395), 15.10.15 (Accum; CZK 555), 10.4.14 (Hold; CZK 625), 23.3.14 (Hold; CZK 600), 12.2.14 (Hold; CZK 600)
-----	--

Consumer Staples

Philip Morris	30.9.20 (Under review), 8.10.19 (Accum; CZK 15 200), 13.10.15 (Hold; CZK 11 850), 17.2.15 (Hold; CZK 11 000), 17.10.14 (Buy; CZK 11 000), 19.9.14 (Accum; CZK 11 000), 30.6.23 (Reduce; CZK 362), 5.6.23 (Reduce; CZK 393); 10.10.22 (Sell; CZK 597); 19.5.22 (Sell; CZK 677); 11.11.21 (Sell; CZK 968); 30.3.21 (Sell; CZK 804)
Pilulka	

IT

Avast	1.2.21 (Suspended), 22.9.20 (Hold; GBp 496), 26.2.20 (Accum; GBp 478), 3.10.19 (Buy; GBp 440), 24.9.18 (Buy; GBp 333)
-------	---

Investiční doporučení Patria Finance je možné rovněž nalézt na www.patria.cz/stocks/research/recommendation.html

Konflikt zájmů:

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria Finance nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do konfliktu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz. Taková situace se zatím nevyskytla.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, tak Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční typy analytiků Patria Finance. Doporučení makléřů Patria Finance či jiných jejích zaměstnanců ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Přestože tento dokument a analýzy byly vytvořeny v souladu s pravidly k zamezení střetu zájmů, propojené osoby a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonsistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v těchto analýzách. Investoři by proto měli tuto konkrétní analýzu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování.

Patria Finance analytikům vnitřními pravidly zakazuje provádět osobní obchody s investičními nástroji, které spadají do působení daného analytika, tj. s nástroji, ke kterým daný analytik vytváří analýzy investiční příležitosti. Analytici mají dále zakázáno ve vztahu k těmto investičním nástrojům poskytovat investiční služby, kromě služby investičního doporučení. Analytici nepřijímají pobídky od těch, subjektů, které mají zájem na předmětu investičního výzkumu. Bližší informace o omezení střetu zájmů jsou uvedeny na internetové stránce www.patria-direct.cz v sekci "Dokumenty", v dokumentu nazvaném „Opatření k omezení střetu zájmů“.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost**Střet zájmů**

PINK CP

Investiční doporučení	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	60%	0,00%
AKUMULOVAT	20%	0,00%
DRŽET	0%	0,00%
REDUKOVAT	20%	0,00%
PRODAT	0%	0,00%

Část analytického týmu vytvářející investiční doporučení je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Odměna analytiků:

Analytici jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných analýzách.

Autor analýzy, která je vám komunikována, prohlašuje, že na svém účtu nevlastní finanční instrument, jenž je předmětem analýzy.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.

