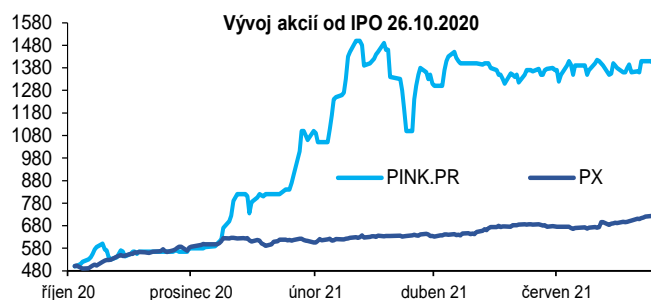


Pilulka Lékárny a.s.

Doporučení: Redukovat

| mil. Kč* | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Tržby | 1 780 | 2 365 | 2 916 | 3 544 |
| EBITDA | 22,4 | 39,3 | 68,0 | 106,0 |
| EBIT | 1,1 | 16,6 | 38,4 | 69,5 |
| Čistý zisk po minoritách | -21,9 | 8,9 | 30,6 | 61,4 |
| Celková aktiva | 498,0 | 529,8 | 605,6 | 717,3 |
| Čisté zadlužení | -107,2 | -73,1 | -64,1 | -91,5 |
| Zisk na akcii (základní, Kč) | -10,3 | 3,6 | 12,2 | 24,6 |
| Vlastní kapitál na akcii (Kč) | 91,1 | 90,8 | 103,0 | 127,6 |
| Dividenda na akcii (Kč) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EV/EBITDA (x) | 146,8 | 84,7 | 49,1 | 31,2 |
| P/E (základní, x) | -132,6 | 381,0 | 111,3 | 55,3 |
| P/BV (x) | 14,9 | 15,0 | 13,2 | 10,7 |
| Dividendový výnos | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |



| Výkonnost | YTD | 6 M | 3 M | 1 M |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| v Kč | 132,5% | 56,3% | -2,9% | -0,7% |

| | | | | | |
|----------------------------------|---------|---------------------|--------------|-----------------------|------------------|
| Aktuální cena (k 11.08.2021, Kč) | 1360,0 | Reuters | PINK.PR | Free float | 29% |
| Počet vydaných akcií (mil.) | 2,5 | Bloomberg | PINK | Největší akcionáři**: | Martin Kasa 17%, |
| Tržní kapitalizace (mil. Kč) | 3 400,0 | Div. ex-datum | Bez dividend | All Star Holding 19%, | Petr Kasa 17% |
| Enterprise value (mil. Kč) | 3 292,8 | Cílová cena: | 1222 | Homepage | www.pilulka.cz |

*Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na závěrečné ceně akcií k 11.08.21

Index PX reindexován k cenám Pilulky; ** Odhad České spořitelny na základě IPO prospektu

Analytik:

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

Aktualizujeme doporučení pro akcie online lékárny Pilulka Lékárny na Redukovat z předchozího Akumulovat při zvýšení roční cílové ceny na 1222 Kč/akcii z 859 Kč/akcii určené kombinací modelu DCF-FCFF (70% váha) a odvětvového srovnání (30% váha). Doporučení Redukovat dáváme i přes zlepšený výhled hospodaření Pilulky na základě toho, že současná tržní cena podle nás započítává pokračování velmi silné první poloviny roku 2021, zatímco my jsme konzervativnější. Efekt pandemie na růst tržeb a optimalizaci nákladů nevidíme střednědobě ve stejné míře udržitelný.

Vyšší cílová cena plyne ze zvýšeného odhadovaného růstu tržeb o 2pb na 25% CAGR do roku 2025 (díky online prodejm v ČR) a o 0,2 procentního bodu zvýšeného odhadu EBITDA marže (na 3,8%) do roku 2025. Odhady jsme zvýšili na základě výsledků Pilulky za rok 2020 a první pololetí 2021. Za rok 2020 byly tržby s růstem o 44% asi 2,5% nad našimi odhady. Firma se dostala do kladného EBITDA zisku přes 22 mil. Kč a do mírně kladného provozního cash flow. V letošním prvním pololetí rostly tržby o 45% s EBITDA marží 2,6%.

Pro celý rok 2021 ale odhadujeme zpomalení tržeb na 33% r/r kvůli zpomalení celé e-commerce a poklesu prodejů „pandemického“ zboží. Na EBITDA úrovni odhadujeme zisk blízko 40 mil. Kč při marži 1,7%. Z dlouhodobého hlediska očekáváme pokračující růst podílu online na lékárenském a zdravotním zboží v ČR z loňských 12,5% na 23% a na Slovensku z loňských 5,7% na 16% do roku 2025. To znamená zvýšení o 1,0 procentní bod proti našim dřívějším odhadům. Negativní je neschválení změny legislativy na povolení online prodeje léků na předpis v ČR, což by byl hlavní potenciální zdroj růstu. Naše odhady to nicméně neovlivnilo, kdy jsme s povolením nepracovali.

Díky letošnímu 130% růstu akcií Pilulky se snížil diskont jejího ocenění vůči mediánu odvětví z 60% na již jen 30% při naší odhadovaném poměru 1,4x EV/Tržby pro rok 2021. Tuto hodnotu diskontu aktuálně i my odhadujeme za přiměřenou. V rámci našeho ocenění jsme snížili odhadovaný férový diskont násobku EV/Tržby z původních 50% na 30% díky zlepšenému výhledu na maržovost Pilulky oproti srovnávaným firmám. Další důvody pro diskont jako je menší velikost trhů, kde Pilulka působí, restriktivnější regulace či nižší podíl volně obchodovaných akcií, jsou podle nás ale stále platné.

Shrnutí výsledků za rok 2020 a první polovinu 2021

Tržby

V roce 2020 tržby rostly meziročně o skoro 44% na 1 780 mil. Kč. Tržby na jádrovém českém trhu meziročně rostly o 37% na 1327 mil. Kč, tažené růstem onlinu o 51% na 810 mil. Kč. Tržby na Slovensku pak rostly o 61% a v Rumunsku o 140% na 47,7 mil. Kč. Oproti našim odhadům byly tržby asi o 2,5% výše. První polovina roku 2021 dle předběžných výsledků přinesla meziroční růst tržeb o 45% na 1200 mil. Kč, za čímž stál zejména mimořádně silný 56% růst v prvním kvartále na 670 mil. Kč, podpořený zhoršením pandemické situace přes zimní měsíce. To se promítlo do zvýšených prodejů „pandemického zboží“, jako jsou ochranné pomůcky, antigenní testy, respirátory atp. S ústupem pandemie ve druhém kvartále tento efekt vedle obecného nižšího tempa růstu e-commerce slábl a tržby dle našich výpočtů z pololetních čísel rostly meziročně „jen“ o 33% na 530 mil. Kč.

EBITDA

Vyšší než očekávané tržby a faktor pandemie, jež umožnil Pilulce optimalizovat zejména náklady na marketing, se odrazil na výrazně lepším zisku jak oproti firemnímu odhadu ze září 2020, tak proti našim odhadům. Firma se na úrovni EBITDA přehoupla v roce 2020 do 22,4 mil. Kč zisku, asi 30 mil. Kč nad naše odhady. Na úrovni čistého výsledku dosáhla ztráty 25,6 mil. Kč, což byla asi o 45% menší ztráta, než jsme očekávali. EBITDA marže za rok 2020 se tak dostala na 1,3%. Za první polovinu roku 2021 Pilulka oznámila zlepšení marže na 2,6%, což při tržbách 1,2 mld. Kč implikuje EBITDA asi 31 mil. Kč.

Tržby a EBITDA marže za první pololetí 2021

| (Kč, mil.) | 1H21 | r/r | 1Q21 | 2Q21* | kv/kv |
|---------------------|------|-------|------|-------|--------|
| Tržby (bez franšiz) | 1200 | 45,0% | 670 | 530 | -20,9% |
| EBITDA marže | 2,6% | n.a. | 4,9% | -0,3% | -5,2% |

* hodnoty za 2Q21 kalkulovány z pololetních a 1Q údajů

Konsolidované výsledky hospodaření

| Konsolidováno (CZK, mn) | 2019 | 2020 | y/y |
|----------------------------|--------|--------|-------|
| Tržby | 1238,9 | 1780,2 | 43,7% |
| Výkonová spotřeba | 1111,6 | 1582,0 | 42,3% |
| Osobní náklady | 146,1 | 166,6 | 14,1% |
| EBITDA zisk | -23,5 | 22,4 | n.m. |
| Provozní zisk | -44,8 | 1,1 | n.m. |
| Čistý zisk | -50,7 | -25,6 | 49,5% |
| EBITDA marže | -1,9% | 1,3% | 3,2% |
| Provozní marže | -3,6% | 0,1% | 3,7% |
| Čistá marže | -4,1% | -1,4% | 2,7% |

Tržby dle zemí

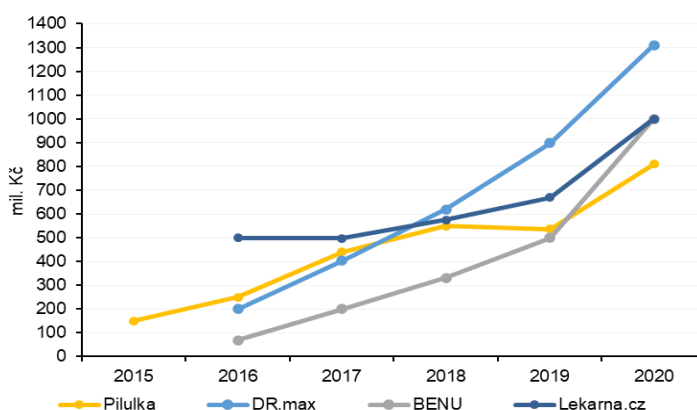
| (CZK, mn) | 2019 | 2020 | y/y |
|------------------|-------|--------|--------|
| Česko | 967,2 | 1326,9 | 37,2% |
| online | 535,7 | 809,7 | 51,2% |
| kamenné lékárny | 377,9 | 436,3 | 15,5% |
| Slovensko | 251,8 | 405,6 | 61,1% |
| Rumunsko | 19,9 | 47,7 | 139,9% |

Zdroj: Pilulka Lékárny, ČS Research

Vývoj trhu a konkurence v ČR

Na českém trhu Pilulka drží krok s ostatními hlavními hráči, kdy celý online trh lékárenského a zdravotního zboží dle dat IQVIA rostl v roce 2020 o 54%, na Slovensku pak trh rostl o téměř 80%, což by značilo o něco pomalejší růst u Pilulky (s +61% růstem tržeb). Mimořádně dobře se v roce 2020 dařilo BENU, jemuž dle tiskové zprávy rostly tržby z e-shopu v ČR meziročně přes 90%, v čele online trhu se nadále drží Dr.Max. Dr.Max a Benu své online prodeje 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 tento poměr menšinový.

Vývoj online tržeb největších online lékáren v ČR

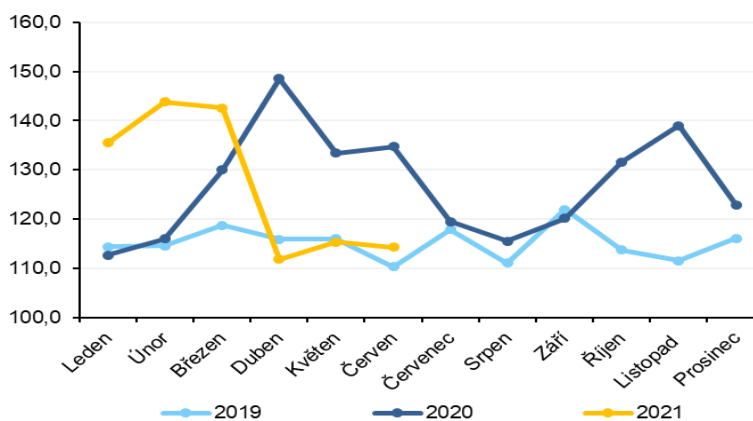


Zdroj: Společnosti, Česká spořitelna Research; Pokles tržeb Pilulky v roce 2019 je dán změnou účetních postupů, bez této změny odhadujeme tržby za rok 2020 kolem 1 mld. Kč

První kvartál 2021 ukázal s 56% růstem tržeb velmi silné tempo růstu Pilulky, jež bylo ale i odrazem silného vývoje v rámci celého e-commerce. Druhý kvartál přinesl zpomalení růstu jak u Pilulky (+33%), tak v rámci celkových online prodejů. Data ČSÚ ukazují, že u internetových prodejů v rámci maloobchodu v ČR od dubna výrazně kleslo tempo růstu zhruba k 10-15%, z růstu přes 40% v březnu. Důvodem byl útlum restriktivních opatření, návrat směrem k normálnímu režimu, ale také vyšší meziroční srovnávací základna.

Pro zbytek letošního roku je podle našeho názoru možné čekat nižší tempo růstu online maloobchodu, pokud se znovu neobjeví silná vlna pandemie a uzávěry ekonomiky. K ilustraci dynamiky růstu celkového online maloobchodu v ČR bez pandemie může sloužit rok 2019 s průměrným tempem kolem 15%.

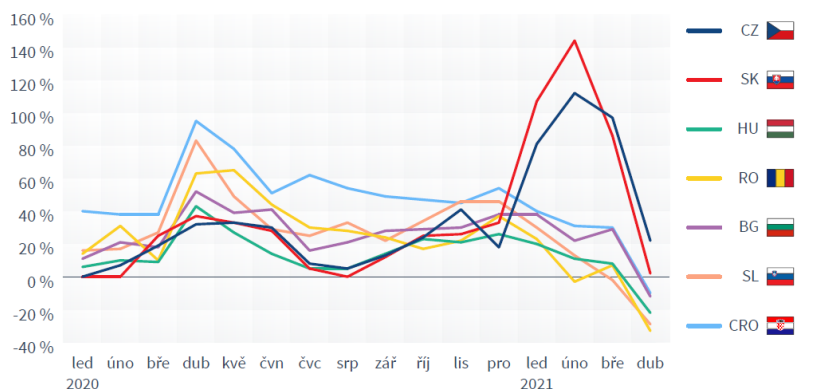
Index meziročního růstu maloobchodních tržeb přes internet



Zdroj: ČSÚ, Česká spořitelna Research

V rámci zemí CEE ukazují data od Heureka trend zpomalování růstu e-commerce již zhruba od ledna a ukazují, že mimořádně silný růst jako v ČR a na Slovensku jinde v regionu nebyl.

Vývoj růstu e-commerce v regionu CEE



Heureka | PART OF HEUREKA GROUP

TOMÁŠ BRAVERMAN

Zdroj: Heureka.cz

Data od Heureka by indikovala od března meziročně klesající e-commerce trh v Rumunsku, bližší data ohledně lékárenského segmentu ani zdejších tržeb Pilulky nejsou k dispozici, nicméně čekáváme podobně jako v ČR a na Slovensku lepší výkonnost v lékárenském segmentu oproti celkovému e-commerce. V Rumunsku je jedním z hlavních růstových faktorů teprve začínající trh, když online prodej OTC léků byl povolen až v roce 2019.

Prognóza tržeb

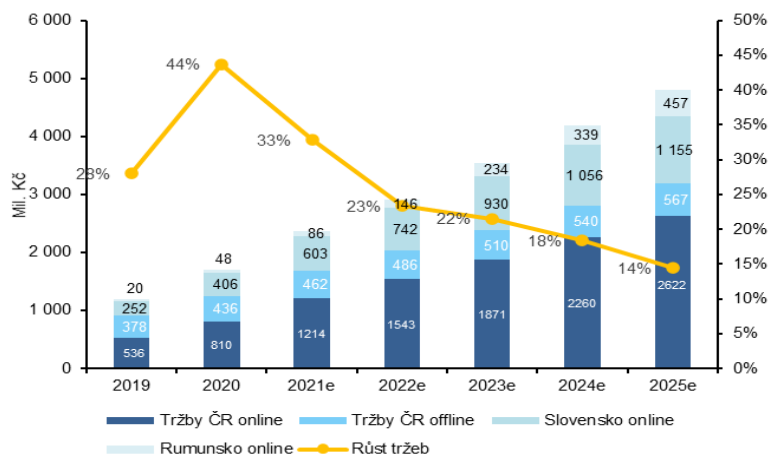
Pro rok 2021 na základě tržeb za první polovinu roku a odhadovaného zpomalení tempa růstu online prodeje v dalších kvartálech očekáváme růst celkových tržeb Pilulky o 33% při růstu online tržeb nad 45% v ČR a na Slovensku, 80% růstu v Rumunsku a růstu v českých kamenných lékárnách (jež odhadujeme na 20% z celkových tržeb) o 5%. Případné opětovné zhoršení pandemické situace na podzim by samozřejmě znamenalo potenciál vyššího růstu.

Z hlediska dlouhodobého výhledu jsme na základě oznámených výsledků za rok 2020 a první pololetí 2021 zvýšili odhad růstu tržeb mezi roky 2021-2025 o 2pb na 25% CAGR, kdy v roce 2025 odhadujeme dosažení tržeb 4,80 mld. Kč. Z hlediska zemí jsme navýšili odhad růstu v ČR, odhad pro Slovensko se víceméně nezměnil a v Rumunsku jsme snížili tempo růstu, ústící v očekávanou nižší hodnotu tržeb v roce 2025 o 10% oproti našemu předchozímu odhadu.

Jako hlavní faktor růstu v ČR a SR i nadále vidíme zvyšování podílu online prodeje na celkovém trhu s lékárenským a zdravotním zbožím. Tempo online na tomto trhu by se mělo nadále držet nad tempem růstu celkové e-commerce. Podíl online prodeje by měl přesáhnout v roce 2025 dle našich odhadů v ČR 23% a na Slovensku 16%, což znamená zvýšení o jeden procentní bod oproti našim dřívějším odhadům. Dle dat IQVIA činil v roce 2020 v ČR tento podíl asi 12,2% a na Slovensku 5,7%. V Rumunsku jsme snížili náš výhled kvůli nižšímu než námi očekávanému výsledku tržeb v roce 2020.

V našich odhadech nadále nepracujeme s expanzí do Maďarska, jež podle komentářů managementu nebude aktuální ani v letošním roce. Nepracujeme ani s případným povolením online prodeje léků na předpis, kdy poslanecká sněmovna v červnu zamítla opětovný návrh na toto uzákonění. Oba potenciálně růstové faktory nicméně sledujeme a v případě změny situace do našich odhadů promítneme.

Prognóza tržeb



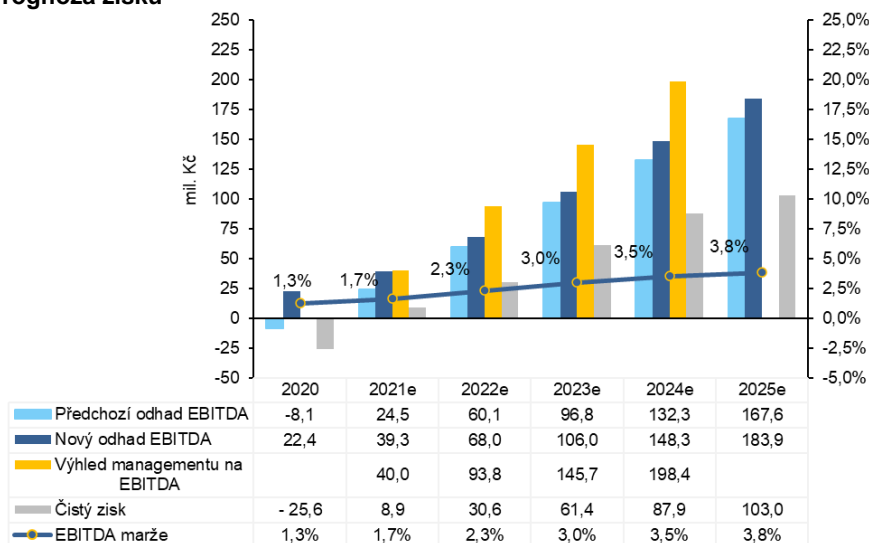
Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

Prognóza zisku

U zisku rovněž navyšujeme naše odhady zejména díky zvýšenému růstu tržeb, jež by se do zisku měl promítnout skrze provozní páku a úspory z rozsahu. Ty nadále očekáváme zejména v oblasti mzdových či administrativních nákladů a IT systémů. Rostoucí tržby rovněž otevírají prostor pro optimalizaci výdajů na marketing, které se dle managementu znatelně projevily na zlepšení marže už v roce 2020. Zde ovšem pomohla i pandemie COVID-19, jež snížila náklady na akvizici nových klientů. Firma v rámci konsolidovaných výsledků za rok 2020 nezveřejnila rozdělení nákladů ani úroveň hrubé marže, přesto odhadujeme postupné zlepšování hrubé marže nad 26% díky množstevním bonusům od dodavatelů při vyšších tržbách.

Na EBITDA úrovni pro rok 2021 odhadujeme zisk blízko 40 mil. Kč při EBITDA marži 1,7%, což představuje 0,7pb zvýšení z předchozího odhadu marže 1,0%. Do roku 2025 pak odhadujeme růst EBITDA zisku nad 180 mil. Kč při růstu EBITDA marže na 3,8% (oproti předchozímu odhadu 168 mil. Kč při marži 3,6%). Náš odhad pro rok 2021 je blízko výhledu managementu společnosti, pro další roky je nicméně na nižší úrovni (o 15% pro rok 2024). To vyplývá jak z námi nižšího odhadovaného růstu tržeb, tak EBITDA marže. Management do roku 2024 pracuje s očekávanými tržbami 4,96 mld. Kč (my 4,2 mld. Kč) a EBITDA marží 4% (my 3,5%).

Prognóza zisku

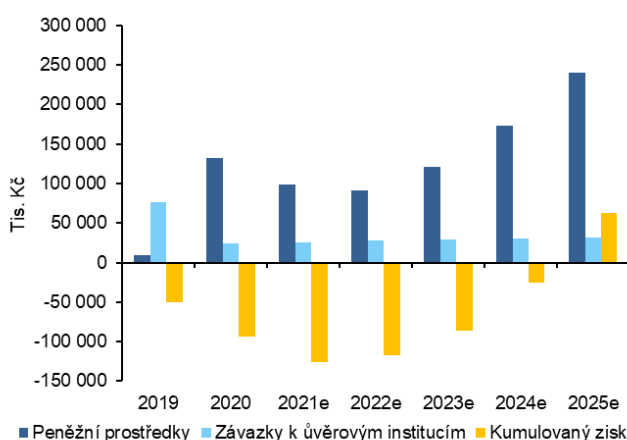


Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

Na úrovni čistého zisku odhadujeme pro letošní rok dosažení asi 9 mil. Kč (3,6 Kč na akcii), oproti loňské ztrátě přes 25 mil. Kč. Tomu by měla vedle vyššího provozního zisku pomoci také absence nákladů na uvedení na burzu, jež zatížila loňský výsledek 18 mil. Kč. Firma i letos bude mít patrně zvýšené ostatní finanční náklady v souvislosti s přechodem na IFRS účetní standardy a plánovaným vstupem na hlavní trh BCPP případně v příštím roce. Nepatrně pozitivně by se mělo podepsat i snížení zadlužení, kdy Pilulka v roce 2020 díky prostředkům z IPO snížila výši závazků úvěrovým institucím o 52 mil. Kč na 24,6 mil. Kč. Výše závazků z operativního leasingu byla na úrovni 73,6 mil. Kč (oproti 97 mil. Kč v roce 2019.). Firma tak měla ke konci roku 2020 čistou hotovostní pozici ve výši 107 mil. Kč (bez zahrnutí leasingu) resp. 33 mil. Kč.

Z pohledu případných dividend dle našich odhadů firma dosáhne v rozvaze kladného kumulovaného výsledku hospodaření až v roce 2025. V rámci našich odhadů proto nepracujeme s výplatou dividend.

Finanční pozice Pilulky



Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

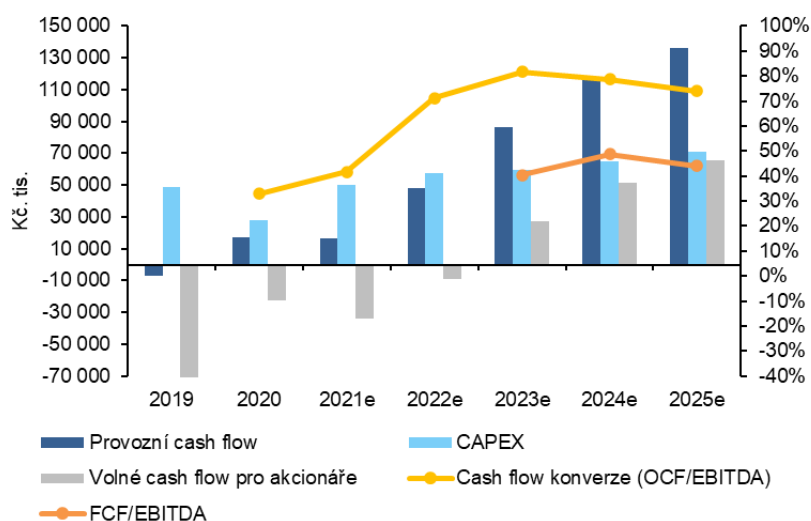
Akviziční a investiční plány managementu, distribuce kapitálu

Podle našich odhadů by si firma měla udržet čistou hotovostní pozici i nadále, případná expanze do dalších zemí či akvizice by situaci nicméně změnila. Pilulka v červnu představila nové plány, kdy spolu s firmou StartupYard založila startupový akcelerátor Pilulka Lab, jenž se bude zaměřovat na investice do firem z oblasti digitalizace zdravotnictví ze Střední a Východní Evropy. Pilulka by měla zajišťovat především financování a otevření vstupu do zdravotnického segmentu. Podle vyjádření firmy by se investice do konkrétní firmy mohly pohybovat až na úrovni jednoho milionu EUR s výhledem na podporu 10-15 firem. Žádná konkrétní investice zatím ohlášena nebyla. V našich odhadech investic s těmito výdaji zatím nepracujeme, i když je pravděpodobné, že v rámci prognózovaného období k nějakým dojde. Z našeho pohledu bychom s přihlédnutím k vývojové fázi Pilulky viděli z hlediska akvizic raději střídmý přístup.

Prognóza cash flow

Pilulka díky zlepšenému hospodaření a lehce pozitivním dopadům změn pracovního kapitálu v roce 2020 vygenerovala pozitivní provozní cash flow 7,4 mil. Kč (oproti -22,2 mil. Kč v roce 2019) i přesto, že na úrovni zisku před zdaněním dosáhla 25 mil. Kč ztráty. Firma tak ukázala, že má potenciál se na provozní úrovni začít stabilně dostávat do pozitivního cash flow. V rámci našeho úvodního reportu jsme odhadovali dosažení kladného provozního cash flow až za rok 2021. Podle našich odhadů by Pilulka mohla začít vytvářet volné cash flow pro akcionáře od roku 2023, kdy by si již mohla sama „vydělat“ na provoz i kapitálové investice pro další růst.

Prognóza cash flow a CAPEX



Zdroj: Pilulka, Česká spořitelna Research

Firma v srpnu uvedla, že navyšuje kapacity všech skladů v ČR, SR a v Rumunsku a začala práce na otevření druhého centrálního skladu v ČR. To by mělo v letošním roce zvýšit CAPEX po ložském útlumu při pandemii. Pro letošní rok tak odhadujeme meziroční růst kapitálových investic k úrovni 50 mil. Kč. z ložských asi 27 mil. Kč.

Ocenění

Naše ocenění na základě 70% váhy modelu DCF-FCFF a 30% váhy odvětvového srovnání implikuje pro akcie Pilulky **dvanáctiměsíční cílovou cenu 1 222 Kč/akcii**. Zatímco DCF-FCFF model indikuje 12měsíční cílovou cenu 1131 Kč/akcii, odvětvové srovnání při aplikaci 30% diskontu na medián EV/Tržby pro rok 2021 indikuje 1435 Kč/akcii. **Na základě toho vzhledem k aktuální tržní ceně doporučujeme akcie Pilulky Redukovat.** Společnost sice pokračuje v růstu tempem dokonce o něco vyšším, než jsme původně očekávali, to se ale již jeví více než započítáno v její ceně. Pilulka reportovala za první pololetí EBITDA marži, která pravděpodobně byla podpořena nižší „pandemickou“ potřebou výdajů na marketing. Střednědobě bude nadále muset zvyšovat výdaje na skladování a logistiku, cílovou marži jsme tak zvedli jen mírně. Akciím Pilulky aktuálně nenahrává ani vývoj v sektoru, kdy akcie hlavních srovnatelných titulů v posledních měsících s odezníváním pandemie spíše klesaly.

Shrnutí ocenění

| | Cílová cena DCF modelu | Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/Tržby | Souhrnné ocenění |
|-----------------------|------------------------|---|------------------|
| Ocenění na akcii (Kč) | 1131 | 1435 | 1222 |
| Váha ocenění | 70% | 30% | 100% |

Zdroj: Česká spořitelna Research

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. I tak považujeme za důležité odvětvové srovnání zařadit, jelikož firmy spojuje silný očekávaný trend růstu online lékárenského trhu.

Metoda diskontovaných peněžních toků

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

- Detailními odhady FCFF pro roky 2022-2025 v první fázi
- Trendovým výhledem růstu tržeb a marže pro následujících pět let
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve třetí fázi
- Modelově vycházíme z očekávané úrovně rozvahy ke konci roku 2021

DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 1131 Kč. Růst tržeb nad 25% CAGR na stávajících trzích (ČR, SR, Rumunsko) do roku 2025 by měl vést k růstu EBITDA marže na 3,8% zejména díky relativnímu poklesu podílu osobních a marketingových nákladů, úsporám z rozsahu a efektu provozní páky. Od roku 2023 tak očekáváme překlopení FCFF do kladných hodnot a růst ke 170 mil. Kč na konci druhé fáze výhledu v roce 2030.

Hlavní předpoklady pro DCF 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 faktor 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 očekávanému dosažení dospělosti odvětví.
- **Riziková prémie** stanovená jako vážený průměr premií pro jednotlivé země (ČR, SR, Rumunsko) používaných standardně v rámci skupiny Erste. 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, 30% SR a 20% Rumunsko.
- **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.
- **Trendový růst tržeb ve druhé fázi 10% ročně** na základě očekávaného zpomalování růstu podílu e-commerce, při pokračujícím růstu podkladových trhů v nižších jednotkách procent.
- **3,0% dlouhodobý růst v perpetuitě.**

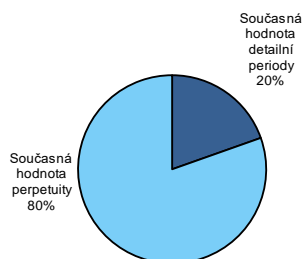
| Výpočet WACC | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | Perpetuita |
|---|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Normalizované | | | | | | | | | |
| Bezriziková výnosová míra | 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% | 6,0% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,1% | 6,2% | 6,2% |
| Beta faktor | 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% | 9,2% | 9,2% | 9,2% | 9,3% | 9,3% | 9,2% |
| Náklady cizího kapitálu | 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% | 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% | 3,2% | 2,8% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,6% |
| Váha vlastního kapitálu | 99% | 99% | 99% | 98% | 93% | 92% | 91% | 89% | 87% | 80% |
| WACC | 9,2% | 9,2% | 9,2% | 9,2% | 8,8% | 8,8% | 8,7% | 8,6% | 8,5% | 8,1% |

DCF valuace

| (CZK mil.) | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | Normalizované |
|---|--------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------|
| <i>Růst tržeb</i> | 23% | 22% | 18% | 14% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 3,0% |
| EBIT | 38 | 70 | 106 | 136 | 160 | 188 | 219 | 252 | 289 | 298 |
| <i>EBIT marže</i> | 1,3% | 2,0% | 2,5% | 2,8% | 3,0% | 3,2% | 3,4% | 3,6% | 3,7% | 3,7% |
| <i>Efektivní daňová sazba</i> | 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 | -11 | -26 | -30 | -36 | -42 | -48 | -55 | -57 |
| NOPLAT | 38 | 70 | 95 | 110 | 130 | 152 | 178 | 204 | 234 | 241 |
| + Odpisy | 27 | 34 | 40 | 46 | 56 | 56 | 62 | 68 | 72 | 74 |
| <i>Kapitálové investice / Odpisy</i> | 210% | 173% | 163% | 155% | 142% | 145% | 133% | 125% | 122% | 101% |
| +/- Změny pracovního kapitálu | -12 | -11 | -14 | -15 | -16 | -14 | -13 | -11 | -10 | -2 |
| <i>Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb</i> | -2,1% | -1,8% | -2,1% | -2,5% | -3,2% | -2,7% | -2,2% | -1,7% | -1,4% | -1,0% |
| - Kapitálové investice | -57 | -59 | -65 | -71 | -79 | -81 | -83 | -85 | -88 | -75 |
| Volné toky hotovosti do firmy (FCFF) | -3 | 33 | 57 | 70 | 91 | 113 | 144 | 176 | 209 | 238 |
| <i>Růst v perpetuitě</i> | | | | | | | | | | 3,0% |
| Hodnota perpetuity | | | | | | | | | | 4 853 |
| Diskontované cash flow - k datu 31.12.2021e | -3 | 28 | 44 | 49 | 59 | 67 | 79 | 89 | 97 | 2 086 |
| Enterprise value - 31.12.2021e | 2 594 | | | | | | | | | |
| Minority | 0 | | | | | | | | | |
| Neprovozní aktiva | 0 | | | | | | | | | |
| Čistý dluh - 31.12.2021e | -73 | | | | | | | | | |
| Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2021e | 2 667 | | | | | | | | | |
| Počet akcií (mil.) | 2,5 | | | | | | | | | |
| Náklady vlastního kapitálu | 9,2% | | | | | | | | | |
| 12M cílová cena (CZK) | 1 131 | | | | | | | | | |
| Aktuální cena akcie (CZK) (k 11.08.2021) | 1 360 | | | | | | | | | |
| <i>Potenciál růst + / poklesu -</i> | -17% | | | | | | | | | |

Rozložení Enterprise value

Senzitivita (na akcii) :



EBIT marže v terminální hodnotě

| | 2,7% | 3,2% | 3,7% | 4,2% | 4,7% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 7,1% | 1 057 | 1 208 | 1 360 | 1 511 | 1 662 |
| 7,6% | 965 | 1 099 | 1 233 | 1 367 | 1 501 |
| 8,1% | 891 | 1 011 | 1 131 | 1 251 | 1 371 |
| 8,6% | 830 | 939 | 1 048 | 1 157 | 1 266 |
| 9,1% | 780 | 879 | 978 | 1 078 | 1 177 |

Růst v terminální hodnotě

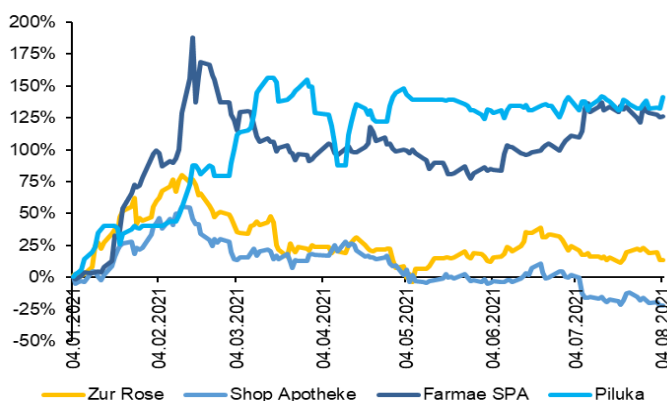
| | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 7,1% | 1 131 | 1 233 | 1 360 | 1 522 | 1 738 |
| 7,6% | 1 048 | 1 131 | 1 233 | 1 360 | 1 522 |
| 8,1% | 978 | 1 048 | 1 131 | 1 233 | 1 360 |
| 8,6% | 919 | 978 | 1 048 | 1 131 | 1 233 |
| 9,1% | 869 | 919 | 978 | 1 048 | 1 132 |

Zdroj: Česká spořitelna Research

Odvětvové srovnání

Akcie Pilulky se díky velmi silnému růstu od začátku roku přes 140% přiblížily ocenění srovnávací skupiny lékáren, kam řadíme Zur Rose a Shop Apotheke, působící zejména v Německu a Farmae Spa, působící v Itálii. Pohledem námi preferovaného násobku EV/Tržby se Pilulka obchoduje na 1,4násobku, což představuje diskont kolem 30% vůči hodnotě dvojnásobku v případě mediánu srovnávací skupiny firem. Diskont vůči srovnávací skupině se tak od našeho úvodního reportu na Pilulku v lednu snížil z 60% o polovinu.

Výkonnost akcií od začátku roku



Zdroj: Reuters, Česká spořitelna Research

Určitý diskont považujeme u akcií Pilulky za nutný kvůli působnosti na menších trzích, přísnějšímu regulatornímu prostředí (nepovolení online prodeje léků na předpis) a souvisejícímu výhledu na potenciál dlouhodobého růstu tržeb a marže. Faktorem je i nižší volně obchodovaný podíl akcií a nižší obchodní objemy. V rámci aktuálního ocenění snižujeme odhadovanou férovou hodnotu diskontu na 30% z původních 50%. Tu stanovujeme při předpokladu konvergence ocenění Pilulky s mediánem odvětví na úrovni EV/EBITDA do roku 2025.

Nižší diskont aplikujeme z důvodu výrazně lepšího než očekávaného vývoje provozního a čistého zisku v prvním pololetí 2021, zatímco u srovnávacích firem výsledky zaostaly za očekávanými. Z hlediska EBITDA marže nyní očekáváme u Pilulky proti mediánu lepší vývoj než v původních odhadech. Výraznější snížení diskontu v tuto chvíli neuvažujeme kvůli značné nejistotě doprovázející odhady hospodaření na úrovni zisku, které u růstových firem mohou být velmi volatilní a rádi bychom nejdříve viděli potvrzení zlepšeného trendu z posledních výsledků.

Aplikací 30% diskontu na odvětvový medián EV/Tržby pro rok 2021e, jež vztahujeme k očekávaným tržbám a čistému zadlužení Pilulky v roce 2021e, dostáváme ocenění 1435 Kč/akcii:

Ocenění Pilulky na základě férového diskontu u EV/Tržby

| | |
|---|-------|
| Medián EV/Tržby pro 2021 | 2,0 |
| Diskont násobku | -30% |
| Medián EV/Tržby pro 2021 po diskontu | 1,4 |
| Očekávané tržby v 2021 (mil. Kč) | 2365 |
| Implikovaná EV v 2021 (mil. Kč) | 3311 |
| Odhadovaný čistý dluh v 2021 (mil.Kč)* | -73,0 |
| Hodnota vlastního kapitálu ke konci roku 2021 (mil. Kč) | 3384 |
| Počet akcií (mil.) | 2,5 |
| Náklady vlastního kapitálu | 9,2% |
| Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie) | 1435 |

* záporná hodnota znamená čistou hotovostní pozici

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna Research

Vybrané ukazatele v rámci odvětvového srovnání

| | P/S | | | | EV/Tržby | | | | P/E | | | | EV/EBITDA | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
| ZUR ROSE GROUP AG | 2,5 | 2,0 | 1,4 | 1,1 | 2,7 | 2,2 | 1,5 | 1,1 | n.m. | n.m. | n.m. | 457 | n.m. | n.m. | n.m. | 44 |
| SHOP APOTHEKE EUROPE NV | 2,4 | 2,1 | 1,6 | 1,2 | 2,3 | 2,0 | 1,5 | 1,1 | n.m. | n.m. | 182 | 55 | 150 | 123 | 51 | 28 |
| FARMAE SPA* | 2,9 | 1,9 | 1,1 | 0,9 | 2,9 | 1,9 | 1,1 | 0,8 | n.m. | n.m. | 479 | 160 | 196 | 55 | 29 | 21 |
| Medián online | 2,5 | 2,0 | 1,4 | 1,1 | 2,7 | 2,0 | 1,5 | 1,1 | n.m. | n.m. | 330 | 160 | 173 | 89 | 40 | 28 |
| PILULKA LEKARNY AS | 1,9 | 1,5 | 1,2 | 1,0 | 1,8 | 1,4 | 1,1 | 0,9 | n.m. | 393 | 114 | 56 | n.m. | n.m. | 49 | 31 |
| <i>Prémie/diskont vůči mediánu online</i> | -23% | -28% | -18% | -10% | -30% | -29% | -25% | -19% | <i>n.m.</i> | <i>n.m.</i> | -66% | -65% | <i>n.m.</i> | <i>n.m.</i> | 22% | 11% |

| | Tržby (mil. Kč) | Hrubá marže | | | EBITDA marže | | | | Čistá marže | | | | CAGR 2021-2023e | | |
|--|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-----------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | Tržby | EBITDA |
| ZUR ROSE GROUP AG | 35 130 | 16,9% | 16,8% | 17,4% | 18,4% | -5,3% | -3,1% | -0,3% | 2,4% | -9,2% | -6,8% | -2,8% | 0,2% | 32,3% | n.m. |
| SHOP APOTHEKE EUROPE NV | 24 881 | 22,7% | 23,7% | 23,0% | 23,1% | 1,6% | 1,7% | 3,2% | 4,2% | -1,7% | -0,5% | 0,9% | 2,1% | 27,3% | 76,3% |
| FARMAE SPA** | 1 681 | 30,8% | 31,7% | 31,4% | 31,3% | 1,5% | 3,4% | 3,8% | 4,0% | -0,8% | -0,4% | 0,2% | 0,5% | 50,3% | 110,2% |
| Medián online | | 22,7% | 23,7% | 23,0% | 23,1% | 1,5% | 1,7% | 3,2% | 4,0% | -1,7% | -0,5% | 0,2% | 0,5% | 32,3% | 93,3% |
| PILULKA LEKARNY AS | | n.a. | 26,1% | 26,2% | 26,3% | 1,3% | 1,7% | 2,3% | 3,0% | -1,4% | 0,4% | 1,0% | 1,7% | 25,8% | 67,7% |
| <i>Prémie/diskont vůči mediánu online (pb)</i> | | <i>3,1</i> | <i>2,4</i> | <i>3,2</i> | <i>3,2</i> | <i>0,2</i> | <i>0,0</i> | <i>-0,9</i> | <i>-1,0</i> | <i>0,3</i> | <i>0,9</i> | <i>0,8</i> | <i>1,2</i> | <i>6,6</i> | <i>25,6</i> |

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

Tabulky

| Výsledovka (CAS, mil. Kč, 31/12) | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tržby | 1 239 | 1 780 | 2 365 | 2 916 | 3 544 |
| Výkonová spotřeba | 905 | 905 | 905 | 905 | 905 |
| Osobní náklady | 146 | 167 | 192 | 220 | 253 |
| Ostatní příjmy | 70 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| Ostatní náklady | 8 | 12 | 15 | 15 | 15 |
| EBITDA | -23 | 22 | 39 | 68 | 106 |
| Odpisy a amortizace | 19 | 19 | 20 | 27 | 34 |
| EBIT | -45 | 1 | 17 | 38 | 70 |
| Finanční příjmy | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Finanční náklady | 7 | 27 | 9 | 9 | 9 |
| Zisk před zdaněním | -52 | -25 | 9 | 31 | 61 |
| Daně | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Čistý zisk | -51 | -26 | 9 | 31 | 61 |
| Zisk připadající na minoritní podíly | -5 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| Čistý zisk po minoritách | -45 | -22 | 9 | 31 | 61 |
| Čistý zisk na akcii (Kč) | -20 | -10 | 4 | 12 | 25 |
| Rozvaha (CAS, mil. Kč, 31/12) | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
| Hmotná a nehmotná aktiva | 83 | 89 | 119 | 149 | 174 |
| Kladný konsolidační rozdíl | 31 | 29 | 26 | 24 | 22 |
| Záporný konsolidační rozdíl | -1 | -1 | -1 | -1 | 0 |
| Finanční aktiva | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dlouhodobá aktiva | 113 | 117 | 144 | 172 | 195 |
| Zásoby | 77 | 91 | 118 | 143 | 170 |
| Krátkodobé pohledávky | 139 | 155 | 164 | 195 | 228 |
| Hotovost | 10 | 132 | 99 | 92 | 121 |
| Oběžná aktiva | 226 | 378 | 382 | 430 | 519 |
| Časové rozlišení aktivní | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| CELKOVÁ AKTIVA | 345 | 498 | 530 | 606 | 717 |
| Vlastní jmění | 38 | 228 | 227 | 258 | 319 |
| Menšinové podíly | -6 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| Dlouhodobé závazky | 42 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Dlouhodobá pasiva | 36 | -7 | 3 | 3 | 3 |
| Rezervy | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Krátkodobé závazky | 270 | 271 | 294 | 339 | 390 |
| Krátkodobé úvěry a aktuální část dlouhodobý | 34 | 25 | 26 | 28 | 29 |
| Krátkodobá pasiva | 305 | 296 | 320 | 367 | 419 |
| Časové rozlišení pasivní | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ | 345 | 498 | 530 | 606 | 717 |
| Výkaz finančních toků (CAS, mil. Kč, 31/12) | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
| Provozní cash flow | -22 | 7 | 16 | 48 | 87 |
| Investiční cash flow | -49 | -28 | -50 | -57 | -59 |
| Finanční cash flow | 67 | 142 | 2 | 2 | 2 |
| Změna hotovosti | -4 | 122 | -33 | -7 | 29 |
| Marže a poměrové ukazatele | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
| Růst tržeb | 22,8% | 43,7% | 32,8% | 23,3% | 21,5% |
| EBITDA marže | -1,9% | 1,3% | 1,7% | 2,3% | 3,0% |
| EBIT marže | -3,6% | 0,1% | 0,7% | 1,3% | 2,0% |
| Čistá marže | -3,7% | -1,2% | 0,4% | 1,0% | 1,7% |
| ROE | -120,7% | -9,6% | 3,9% | 11,9% | 19,3% |
| Podíl vlastního kapitálu | 10,9% | 45,7% | 42,8% | 42,5% | 44,5% |
| Čistý dluh | 67 | -107 | -73 | -64 | -92 |
| Dluh k vlastnímu jmění | 202,3% | 12,2% | 12,9% | 12,0% | 10,1% |
| Celkový investovaný kapitál | 114 | 256 | 256 | 288 | 351 |

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 12. srpna 2021

Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

investicnicentrum.cz

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



@Research_sporka

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

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

Financování a poradenství

| | | | |
|--|------------------------------------|--------------------------------------|--|
| Ředitel | Jan Seger | +420/956 714 130 | jseger@csas.cz |
| Syndikované a klubové financování | Zbyněk Pěla | +420/956 765 963 | zpela@csas.cz |
| Akviziční financování | Petr Kalužík | +420/956 765 280 | pkaluzik@csas.cz |
| Corporate finance Projektové a exportní financování | Antonín Piskáček Lenka Tomanová | +420/956 765 810 +420/956 714 020 | apiskacek@csas.cz 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 bankovníctví | 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 jakýchkoliv 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 Papírů) jsou uvedeny v tabulce „Střety zájmů České spořitelny ve vztahu k pokrývaným akciím na Pražské burze“ – viz [odkaz](#).

Dokument je za úplaty 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:

Česká spořitelna Research – Podniková analýza

Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod

Vydáno 12. srpna 2021

| 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 | 4.3.21 | 85 | držet |
| 10.1.20 | 905 | držet | 3.11.20 | 68 | kupovat |
| 8.10.18 | 1050 | akumulovat | 10.1.20 | 102 | kupovat |
| 18.4.18 | 1100 | akumulovat | 8.10.18 | 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 |
| 17.6.21 | 32 | kupovat | 30.1.19 | 80 | kupovat |
| 30.7.20 | 25 | kupovat | 22.12.17 | 79,2 | držet |
| 29.3.19 | 29 | kupovat | 16.11.16 | 58 | akumulovat |
| 25.9.18 | 30 | kupovat | 10.2.16 | 54 | akumulovat |
| Avast | | | Pilulka | | |
| Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 26.2.21 | 161,0 | akumulovat | 12.8.21 | 1 222 | redukovat |
| 16.4.20 | 128,0 | držet | 22.1.21 | 859 | akumulovat |
| 17.2.20 | 128,0 | redukovat | | | |
| 4.10.19 | 126,2 | akumulovat | | | |
| CTP | | | CZG | | |
| Datum | Cílová cena (EUR) | Doporučení | Datum | Cílová cena (Kč) | Doporučení |
| 5.5.21 | 17,5 | kupovat | 13.5.21 | 446 | kupovat |

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. Prognózaná 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. Prognózaná 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 zkontrolovat 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 úplaty 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