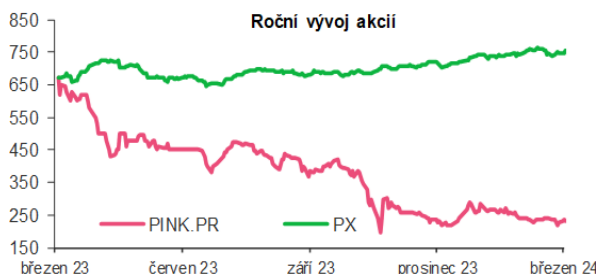


# Pilulka Lékárny a.s.

## Doporučení: Držet

mil. Kč*	2022	2023e	2024e	2025e	
Tržby	2,447	2,122	2,205	2,443	
EBITDA	-0.8	-50.7	19.0	33.2	
EBIT	-47.7	-85.8	-17.7	-3.0	
Čistý zisk po minoritách	-64.9	-113.6	-35.0	-19.9	
Celková aktiva	606.0	541.9	529.6	556.5	
Čisté zadlužení	64.1	82.7	101.3	113.0	
Zisk na akcii (základní, Kč)	-26.3	-45.4	-14.0	-7.9	
Vlastní kapitál na akcii (Kč)	56.1	37.6	23.6	15.6	
Dividenda na akcii (Kč)	0.0	0.0	0.0	0.0	
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	38.2	22.3	
P/E (základní, x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
P/BV (x)	4.2	6.2	9.9	15.0	
Dividendový výnos	0.0	0.0	0.0	0.0	
Aktuální cena (k 14.03.2024, Kč)	234	Reuters	PINK.PR	Free float	35%
Počet vydaných akcií (mil.)	2.67	Bloomberg	PINK	Největší akcionáři**	Martin Kasa 18%, Petr Kasa 17%
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	624.8	Div. ex-datum	Bez výplaty dividend	Homepage	www.pilulka.cz
Enterprise value (mil. Kč)	688.9	<b>Cílová cena:</b>	<b>258</b>		



Výkonnost	1 R	YTD	od IPO ***	1 M
v Kč	-64.2%	-5.3%	8.5%	-3.3%

\*Všechny poměrové ukazatele jsou založeny na uvedené ceně akcií

Index PX reindexován k cenám Pilulky; \*\* Odhad ČS na základě SPO prospektu a odhadů struktury úpisu akcií

\*\*\* Datum IPO 20.10.2020

### Analytik:

Jan Šafránek

+420 956 765 234

[jsafranek@csas.cz](mailto:jsafranek@csas.cz)

### Editor:

Petr Bártek

(analytik)

Aktualizujeme naše ocenění akcií online lékárny Pilulka Lékárny s doporučením **Držet** (předchozí doporučení **Držet**) a cílovou cenou **258 Kč/akcii**, jež byla snížena z **451 Kč/akcii**. Nižší cílová cena odráží zejména oznámení předběžných tržeb za rok 2023 o 14% pod našimi odhady kvůli vyššímu dopadu ukončené spolupráce s Benefit Plus, což se projeví nižší základnou tržeb i v dalších letech. Cílová cena byla stanovena kombinací modelu DCF-FCFF (75% váha finálního ocenění) a odvětvového srovnání (25% váha).

Neutrální doporučení **Držet** vyplývá na **jedné straně z potenciálu oznámení nákladové restrukturalizace (až 100 mil. Kč) a oživení e-commerce trhu významně vylepšit ziskovost firmy** oproti očekávané hluboké ztrátě v roce 2023. Na **druhé straně nedojde kvůli výpadku tržeb z benefitních programů podle našeho výhledu v dalších dvou letech ke zlepšení hospodaření natolik, aby společnost generovala kladné volné cash flow**, což bude vytvářet potřebu čerpání dalších úvěrů či potenciálního navýšení akciového kapitálu. Pilulka bude nadále čelit tlaku na pokles tržeb z benefitních programů kvůli daňovým změnám v ČR a její tržní podíl bude pod tlakem konkurence od velkých řetězců Dr.Max a Benu.

**Odhad tržeb pro rok 2024 snižujeme o 15% na 2,2 mld. Kč (meziroční růst o 4%) a odhad EBITDA snižujeme z více než 40 mil. Kč na 19 mil. Kč (po záporné EBITDAe přes 50 mil. Kč v roce 2023)**. Nižší výhled odráží hlavně výraznější než očekávaný pokles tržeb z benefitních programů (za 2023e zřejmě až 300 mil. Kč) a pomalejší než očekávaný růst v Rakousku a Maďarsku. Pozitivním faktorem by měl být obnovený růst e-commerce trhu. Do roku 2027 tak odhadujeme růst tržeb tempem 9% CAGR (dříve 10% CAGR) a zvýšení EBITDA marže nad 2%.

**Nižší cílová cena vyplývá také ze snížení oceňovacího násobku na 0,30x EV/Tržby (z 0,50x) i přes růst ocenění v odvětví nad 1x EV/Tržby** kvůli zhoršení relativního výhledu na vývoj hospodaření Pilulky v porovnání s odvětvím. **I přes očekávání na letošní dosažení kladné EBITDA a její růst v dalších letech, vidíme riziko pro další úpis akcií**, zejména pokud se firmě nepodaří získat úvěrové financování. Vydání nových akcií obvykle probíhá s diskontem vůči tržní ceně akcií.

## Shrnutí předběžných výsledků za rok 2023

**Pilulka Lékárny v lednu zveřejnila předběžné neauditované tržby za rok 2023, jež meziročně klesly přibližně o 13% na 2,1 mld. Kč, což bylo stejné tempo poklesu jako za první tři čtvrtletí roku. Pilulka uvedla, že obsloužila 710 tisíc unikátních online zákazníků s 1,3 miliony objednávek. V loňském roce to bylo 750 tisíc unikátních zákazníků s 1,5 miliony objednávek.**

Firma zatím nezveřejnila EBITDA a podrobnější rozdělení tržeb za jednotlivé země za celý rok 2023 jako při výsledcích za první polovinu roku.

(CZK, mil.)	2022	1H23	2023*
Tržby	2447	1119	2100
meziroční růst	3%	-14%	-13%
EBITDA	-0.8	-34.6	n.a.

Zdroj: Pilulka, ČS, \* předběžná čísla

Tržby zaostaly za říjnovým výhledem firmy ve výši 2,2 mld. Kč. **Pilulka uvedla, že celoroční pokles byl způsoben především uzavřením rumunské pobočky v polovině roku 2023 (loni zde byly tržby 74 mil. Kč) a výrazným omezením prodejů prostřednictvím benefičních zaměstnaneckých programů v ČR.** Na podzim firma uváděla odhadovaný celoroční dopad 300 mil. Kč, kdy pokles zde způsobil hlavně únorové ukončení spolupráce s poskytovatelem CAFETERIÍ Benefit Plus. **Online tržby v ČR, očištěné o benefiční programy, i přes pokles celkové e-commerce v ČR dle vyjádření firmy nicméně vzrostly, přesné číslo za celý rok 2023 ale zveřejněno nebylo.** Dle informací za 9M23 rostly „nebenefiční“ tržby o 62 mil. Kč (cca o 5% dle naší kalkulace).

**Přestože jsme v našich odhadech na tržby za rok 2023 byli konzervativnější než výhled managementu, zveřejněná čísla jsou i tak znatelně pod našimi odhady ve výši 2,48 mld. Kč.** Důvodem je zejména výraznější výpadek tržeb z benefičních programů, než jsme kalkulovali vzhledem k tomu, že jsme předpokládali, že výhled managementu z konce května alespoň částečně zahrnuje očekávaný dopad výpadku tržeb benefičních programů, což se ale ukázalo jako lichý předpoklad.

Na poklesu se loni zřejmě podepsaly také nižší tržby na Slovensku (soudě dle čísel za 1H23) kde jsme odhadovali mírný růst. Ten se zde patrně nerealizoval vzhledem k poklesu celkového e-commerce trhu. V květnovém prospektu k SPO firma uváděla, že tržby z benefičních programů představují 30-40% v českém online segmentu, což nominálně představuje asi 410-550 mil. Kč z tržeb za rok 2022. Odhadovaný pokles těchto tržeb o 300 mil. Kč v letošním roce tak představuje pokles z tohoto objemu o více než polovinu.

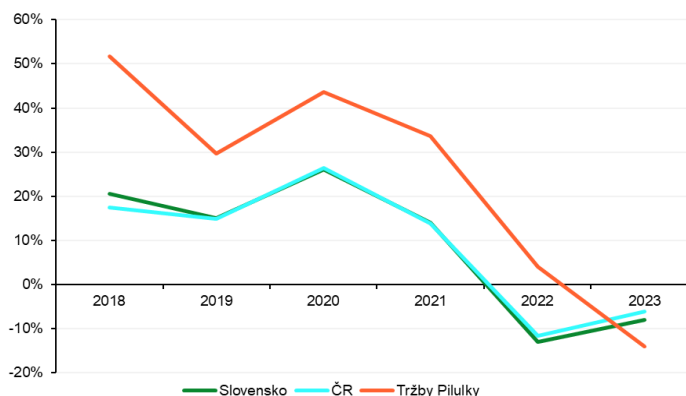
**Společnost uvedla, že tržby v Rakousku ve 4.kvartále 2023 překonaly hranici 10 mil. Kč.** V první polovině roku byly tržby v Rakousku na úrovni 7,8 mil. Kč. Za celý rok tak pravděpodobně překročily 20 mil. Kč, což je podobná úroveň jako firma dosáhla v prvním roce fungování v Rumunsku. Údaje ohledně vývoje v Maďarsku za celý rok zveřejněny nebyly, v pololetí zde byly tržby na úrovni 10,1 mil. Kč. **S výsledky za 9M23 firma nicméně uvedla, že se rozhodla aktivity v Maďarsku omezit s cílem upřednostnit ziskovost.**

## Vývoj e-commerce trhu

Na druhé straně alespoň mírný avizovaný růst online tržeb Pilulky bez zahrnutí „jednorázových“ vlivů (ukončení spolupráce s Benefit Plus, odchod z Rumunského trhu) by byl opět lepším výsledkem než výkon celého e-commerce trhu, jež loni klesal.

**Podle dat APEK a Heureka celková e-commerce v ČR v letošním roce poklesla o 6% (v roce 2022 klesala o 12%), nicméně ve 4.kvartále se vrátila k růstu, když se zvýšila o 2%. Na Slovensku e-commerce trh loni klesal o 4% poslední kvartál ale již ukázal růst o 5%.**

### Meziroční růst e-commerce trhu v ČR a SR a tržeb Pilulky



Zdroj: APEK, Pilulka, ČS Research

Pozitivní dynamiku vývoje online retailu na konci roku ukazuje i měsíční statistika ČSÚ o vývoji maloobchodních prodejí přes internet v ČR. Data tak indikují potenciál na obnovený růst e-commerce v letošním roce po dvouletém poklesu (v roce 2022 byl pokles 12%), což by mělo být pozitivním faktorem i pro tržby Pilulky.

### Index meziročního vývoje online maloobchodních tržeb v jednotlivých měsících v ČR (stálé ceny)



Zdroj: ČSÚ, ČS Reseach

Na historicky ojedinělém poklesu e-commerce trhu (v předchozích nejméně 10 letech nikdy neklesal) se v posledních dvou letech promítalo nejen ochlazení z velmi silných „covidových“ úrovní (větší vliv tohoto faktoru v roce 2022), ale i

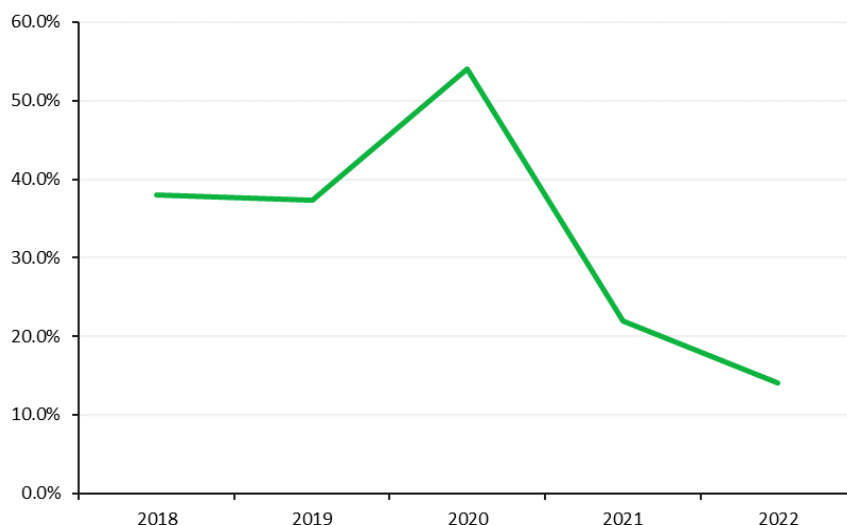
celkový pokles maloobchodních tržeb v důsledku vysoké inflace a poklesu reálných mezd. **Na makroekonomické úrovni by zde letos měla přijít změna s obnoveným růstem reálných mezd a maloobchodních tržeb.**

(meziroční vývoj v %)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Reálné mzdy	1.9	-8.5	-2.8	3.4	3.2
Reálné maloobchodní tržby	4.1	-3.3	-4.3	1.9	3.4

Zdroj: ČSÚ, ČS Research

**Podle odhadů ekonomů ČS by letos mohly maloobchodní tržby růst tempem poblíž 2% a v příštím roce přes 3%.** To by se mělo odrazit i na růstu e-commerce, kdy laťka srovnávací základy bude nastavena také níže než před dvěma roky. V letošním roce si tak dokážeme představit návrat růst e-commerce alespoň na úroveň středních jednotek procent s další akcelerací v příštím roce.

### Tempo růstu online lékárenského trhu v ČR



Zdroj: IQVIA, ČS Research

**Návrat celkové e-commerce k růstu by měl být pozitivním faktorem i pro růst tržeb v rámci dílčího online trhu s lékárenským zbožím.** Data za loňský rok zatím nebyla zveřejněna, nicméně v roce 2022 online lékárenský trh rostl podle dat IQVIA o 12%, zatímco celkový e-commerce trh klesal o 12%. Odhadovali bychom, že růst pokračoval i v roce 2023, i když zřejmě pomalejším tempem na úrovni jednotek procent. V letošním roce by mohlo dojít k opětovnému zrychlení. Růst online lékárenského trhu by měl být pro Pilulku jedním z hlavních pozitivních faktorů pro budoucí růst tržeb. I přesto, že Pilulka zřejmě ztrácí tržní podíl na úkor Dr.Max a Benu (kde se podle nás projevuje u konkurence výhoda silné sítě kamenných lékáren), rostoucí celkový trh by měl poskytovat prostor pro růst všech největších hráčů.

### Výhled managementu na rok 2024 a úsporná opatření

V rámci zveřejnění předběžných tržeb za rok finanční ředitel firmy uvedl, že v roce 2024 chce Pilulka dosáhnout kladné EBITDA a pozitivní provozní cash flow. Konkrétní čísla uvedena nebyla. Přispět by k tomu měly hlavně nákladové úspory než růst tržeb. V rámci prezentace k výsledkům za 9M23 bylo uvedeno, že v roce 2024 **Pilulka očekává pozitivní dopad úsporných opatření ve výši**

**85 mil. Kč, což by spolu s očekávaným dopadem ve výši 17 mil. Kč v roce 2023 odpovídalo původnímu plánu z června 2023 na úspory ve výši 100 mil. Kč.**

## Změny v odhadech hospodaření Pilulky

	2023e			2024e			2025e		
	předchozí	nový	změna	předchozí	nový	změna	předchozí	nový	změna
Tržby	2476	2122	-14%	2589	2205	-15%	2891	2443	-15%
EBITDA	14	51	n.m.	43	19	-55%	65	33	-49%
EBITDA marže	0.6%	n.m.	n.m.	1.6%	0.9%	-0.8%	2.3%	1.4%	-0.9%
Čistý zisk	-49	114	n.m.	-14	35	n.m.	7	20	n.m.

Zdroj: Pilulka, ČS odhady

Vzhledem ke znatelně vyššímu negativnímu dopadu poklesu tržeb z benefičních programů v roce 2023 než jsme odhadovali a horší výkonnosti na Slovensku, byly předběžné tržby za rok 2023 výrazně pod našimi odhady. Výpadek z benefičních programů se promítne i do dalších let. **Na základě toho snižujeme náš výhled na tržby v letošním i příštím roce zhruba o 15%. Z hlediska dynamiky vývoje nicméně očekáváme oproti úrovni z roku 2023 obnovený růst z titulu oživení jak obecné e-commerce, tak internetových prodejů v oblasti zdraví.** To by mělo převážit stále určitý negativní vliv poklesu tržeb benefičních tržeb kvůli zavedení stropu na daňové osvobození CAFETERIÍ od daně z příjmu v ČR a poklesu objemu peněžních prostředků, jež zaměstnavatelé takto zaměstnancům alokují. Počítáme také s pokračujícím prodejem kamenných lékáren, což se na tržbách projeví mírně negativně. **Do roku 2027 tak nyní odhadujeme růst tržeb tempem 9% CAGR.**

**Nižší odhadovaný růst tržeb se promítá i do snížení odhadů na marže a zisk. Pro rok 2023 odhadujeme EBITDA ztrátu přes 50 mil. Kč, kdy za první polovinu roku byla reportovaná ztráta na úrovni 35 mil. Kč.** Očekáváme, že ve druhé polovině roku se ziskovost oproti té první částečně zlepšila díky náběhu části nákladových úspor z oznámeného restrukturalizačního plánu. Dominantní část nákladových úspor by se ale měla projevit až v letošním roce, vzhledem k jejich postupnému náběhu a restrukturalizačním nákladům, jež se promítaly ještě do loňského výsledku. **Očekávání managementu na úspory 85 mil. Kč v roce 2024 by mělo firmě poskytovat prostor pro dosažení kladné EBITDA z loňské odhadované ztráty.** V roce 2025 pak odhadujeme pokračující růst kladné EBITDA k úrovni 30 mil. Kč a EBITDA marži přes 1%. **Do roku 2028 pak odhadujeme růst EBITDA marže k 2,5% a celkové EBITDA k 80 mil. Kč.**

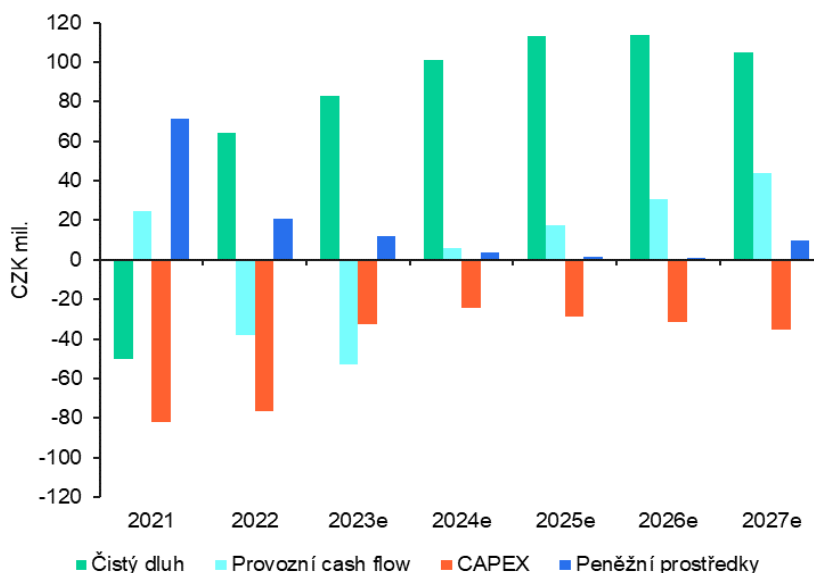
U čistého zisku odhadujeme v dalších dvou letech pokračující kumulaci ztrát. **Letos nicméně i tak kalkulujeme s dosažením kladného provozního cash flow, kam by se měl promítnout i pokles čistého pracovního kapitálu, resp. pokles zásob s jejich optimalizací vzhledem výpadku tržeb z benefičních programů.** Hlavní efekt zde odhadujeme již za loňský rok a celkově do roku 2025 kalkulujeme s pozitivním cash flow ze snížení zásob kolem 30 mil. Kč.

V dalších třech letech odhadujeme s růstem tržeb i růst provozního cash flow, nikoliv však do takové míry, aby plně pokrývalo i tak snížené investiční výdaje. **Předpokládáme, že se firma bude soustředit primárně na pozitivní cash flow, takže v letošním roce a v dalších letech investice odhadujeme na relativně nižší „udržovací úrovni“ v průměru 32 mil. ročně, což je pod úrovní odpisů a výrazně níže než průměr 56 mil. Kč v předchozích letech.**

**Kalkulujeme tudíž také s růstem čistého zadlužení o cca 50 mil. Kč do roku 2026 z 65 mil. Kč na konci roku 2022.** Podle výroční zprávy za rok 2022 Pilulka neplnila kovenanty na některé úročené závazky, přičemž úročené

závazky jsou tvořeny kontokorentními a revolvingovým úvěrem. Předpoklad růstu zadlužení je tedy zatížen rizikem, že se Pilulce nepodaří další úvěry získat, případně při pokračujícím neplnění kovenantů může existovat i riziko omezení stávajícího financování. V horizontu dvou let tedy vidíme riziko potřeby dalšího úpisu akcií pro získání kapitálu na další provoz a rozvojové investice, pokud se ziskovost firmy nevylepší více než očekáváme, neutlumí investice výrazněji než očekáváme nebo se firmě nepodaří „vytáhnout“ více prostředků z pracovního kapitálu.

### Výhled na cash flow, investice a dluh



Zdroj: Pilulka, ČS Research

**Celkově tedy odhadujeme obnovení růstu tržeb Pilulky, jež by se spolu s nákladovými úsporami mělo promítnout do kladné EBITDA a provozního cash flow. Pro ufinancování provozu v dalších dvou až třech letech Pilulka nicméně bude muset podle našeho názoru i tak podstatně snížit investice, optimalizovat pracovní kapitál a čerpat další úvěry či potenciálně dále navýšit akciový kapitál.**

### Ocenění

Oproti minulému ocenění snižujeme váhu odvětvového srovnání v celkovém ocenění ze 40% na 25% vzhledem k námi vnímanému poklesu jeho vypovídací schopnosti kvůli rozdílnému vývoji výhledu na hospodaření Pilulky oproti srovnávaným firmám. Tím se zvyšuje váha ocenění modelem DCF-FCFF z 60% na 75%. Naše souhrnné ocenění pro akcie Pilulky implikuje **dvanáctiměsíční cílovou cenu 258 Kč/akcii**, což je o 40% níže než naše předchozí ocenění. Pokles ocenění pramení ze snížení odhadů tržeb kvůli výpadku tržeb z benefičních programů v ČR (až kolem 300 mil. Kč) a pomalejšího růstu v Rakousku a Maďarsku. Nižší výhled na tržby přináší i nižší výhled na marže. Zhruba z jedné třetiny se na poklesu cílové ceny promítá také pokles námi aplikovaného oceňovacího násobku v rámci odvětvového srovnávacího ocenění.

### Shrnutí ocenění

	Cílová cena DCF modelu	Cílová cena odvětvového srovnání pro EV/Tržby	Souhrnné ocenění
Ocenění na akcii (Kč)	265	238	258
Váha ocenění	75%	25%	100%

Zdroj: Pilulka, ČS Research

## Metoda diskontovaných peněžních toků

**DCF-FCFF model implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 265 Kč na akcii**, s očekávaným růstem tržeb přes 7,5% CAGR do roku 2033 díky očekávanému růstu e-commerce a e-health trhu v ČR a na Slovensku a zahraniční expanze. Odhadujeme postupný růst EBITDA marže k 3,5%. Od roku 2025 odhadujeme kladné FCFF a jeho růst k 75 mil. Kč na konci druhé fáze výhledu v roce 2033.

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

- Detailními odhady FCFF pro roky 2024-2028 v první fázi
- Trendovým výhledem růstu tržeb a marže do roku 2033
- Odhadem perpetuity za použití Gordonova vzorce ve třetí fázi
- Modelově vycházíme z očekávané úrovně rozvahy ke konci roku 2023 (čistý dluh ve výši 83 mil. Kč)

### Hlavní předpoklady pro DCF model:

- **Bezriziková výnosová míra 3,5% pro první fázi** na základě výhledu na průměrný výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů ČR v tomto období, a **3% pro druhou fázi a perpetuitu**.
- **Beta faktor 1,3 pro první fázi**, beta 1,2 pro druhou fázi a 1,1 pro perpetuitu
- **Riziková prémie** stanovená jako vážený průměr premií pro jednotlivé země (ČR, SR, Maďarsko, Rakousko) používaných standardně v rámci skupiny Erste Group. Váhy jsou očekávané tržby z jednotlivých zemí.
- **Průměrné náklady cizího kapitálu 5%**
- **Efektivní daňová sazba 0% do roku 2027** díky očekávanému uplatnění daňových ztrát z minulých let, následně 21% od roku 2028
- **Růst tržeb tempem 7,5% CAGR a dosažení EBIT marže 2,3% do roku 2033**
- **3,0% dlouhodobý růst tržeb v perpetuitě**.

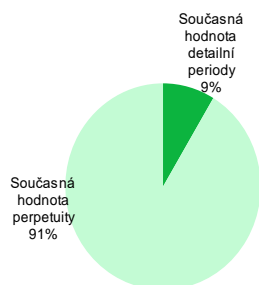
**Česká spořitelna Research – Podniková analýza**  
 Pilulka Lékárny a.s. | Maloobchod  
 Vydáno 15.března 2024

Výpočet WACC	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Perpetuita Normalizované
Bezriziková výnosová míra	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Riziková prémie akcií	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta faktor	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.6%</b>
Náklady cizího kapitálu	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Efektivní daňová sazba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>Náklady cizího kapitálu po zdanění</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>
Váha vlastního kapitálu	87%	85%	85%	85%	85%	85%	88%	87%	86%	86%	85%
<b>WACC</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.8%</b>

**DCF valuace**

(CZK mil.)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	Normalizované
<b>Růst tržeb</b>	4%	11%	12%	10%	9%	6%	6%	6%	6%	6%	3.0%
Tržby	2,205	2,443	2,727	2,997	3,270	3,466	3,674	3,894	4,128	4,376	4,507
EBIT	-18	-3	14	28	44	53	64	76	88	103	110
EBIT marže	-0.8%	-0.1%	0.5%	0.9%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%
Efektivní daňová sazba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Daň z EBIT	0	0	0	0	-9	-11	-13	-16	-19	-22	-23
<b>NOPLAT</b>	<b>-18</b>	<b>-3</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>81</b>	<b>87</b>
+ Odpisy	34	34	34	35	35	40	44	47	51	52	49
<i>Kapitálové investice / Odpisy</i>	71%	85%	91%	100%	114%	120%	116%	114%	108%	109%	101%
+/- Změny pracovního kapitálu	4	1	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<i>Změny pracovního kapitálu / Změny tržeb</i>	4.9%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.5%
- Kapitálové investice	-24	-29	-31	-35	-40	-48	-51	-54	-55	-56	-49
<b>Volné toky hotovosti do firmy (FCFF)</b>	<b>-4</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>86</b>
<b>Růst v perpetuitě</b>											3.0%
Hodnota perpetuity											1,537
Diskontované cash flow - k datu 31.12.2023e	-3	2	12	19	18	19	22	24	28	29	551
<b>Enterprise value - 31.12.2023e</b>	<b>720</b>										
Minority	0										
Neprovozní aktiva	0										
Cistý dluh - 31.12.2023e	83										
<b>Hodnota vlastního kapitálu - 31.12.2023e</b>	<b>637</b>										
Počet akcií (mil.)	2.7										
Náklady vlastního kapitálu	11.3%										
<b>12M cílová cena (CZK)</b>	<b>265</b>										
Aktuální cena akcie (CZK) (k 14.03.2024)	234										
<i>Potenciál růst + / poklesu -</i>	13%										

**Rozložení Enterprise value**



**Senzitivita (na akcii) :**

		EBIT marže v terminální hodnotě				
		1.4%	1.9%	2.44%	2.9%	3.4%
WACC	7.8%	199	257	315	373	431
	8.3%	183	235	288	340	392
	8.8%	170	217	265	312	359
	9.3%	159	202	245	289	332
	9.8%	149	189	229	269	309
		Růst v terminální hodnotě				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	7.8%	264	287	315	349	393
	8.3%	245	264	287	315	350
	8.8%	229	245	265	287	315
	9.3%	215	229	245	265	288
	9.8%	202	215	229	245	265

Zdroj: Česká spořitelna Research



## Odvětvové srovnání

Akcie Pilulky v roce 2023 pokračovaly směrem dolů, zopakovaly 60% pokles z roku 2022 a vytvořily nová historická minima pod 200 Kč/akcii. Zatímco v roce 2022 klesaly významně i firmy z odvětví a pokles šel na vrub hlavně makro faktorům – postpandemickému ochlazení e-commerce z velmi silných úrovní a růstu úrokových sazeb s negativním vlivem na ocenění. V roce 2023 za většinou poklesu akcií Pilulky stály dle našeho pohledu již „mikro faktory“ na úrovni firmy, tedy již popisovaný pokles tržeb z benefitů, pokles hotovosti, s vyústěním do dalšího úpisu akcií a poté také oznámená restrukturalizace a nákladové škrty. O tom vypovídá vývoj akcií srovnatelných online lékáren DocMorris (dříve Zur Rose) a RedCare (dříve Shop Apotheke), jež se oproti Pilulce vrátily v roce 2023 k růstu, jako se k mírnému růstu vrátil i globální index sledující firmy z oblasti e-commerce maloobchodu EQM Online Retail.

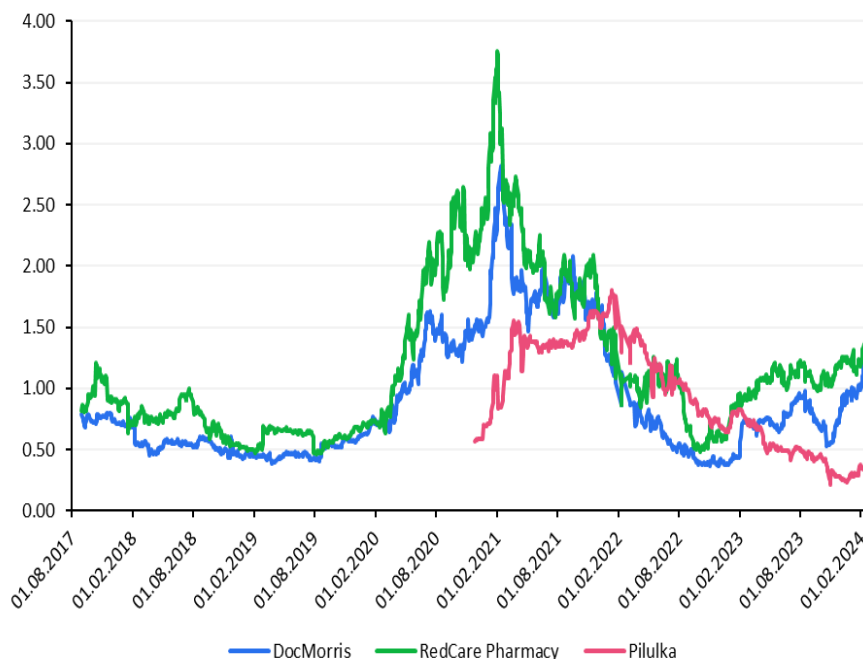
### Cenový vývoj firem z odvětví a indexu online retailu



Zdroj: Refinitiv, ČS Research

Spolu s růstem akcií rostly u srovnávaných společností i násobky ocenění, které se vrátily znatelně (nad 1 násobkem) nad pětiletý průměr kolem 0,75x EV/Tržby. Ocenění u Pilulky nadále klesalo a došlo tak k oddělení jinak podobného trendového vývoje jako do začátku roku 2023. Zatímco výhled hospodaření u srovnávaných společností se stabilizoval či zlepšoval (významně zejména u RedCare), u Pilulky se zhoršení hospodaření prohloubilo. Vzhledem k tomuto vývoji se podle nás vypovídací schopnost odvětvového srovnání snížila, proto snižujeme váhu odvětvového srovnání v celkovém ocenění na 25% ze 40%.

### Vývoj 12M EV/Tržby u srovnávacích firem



Zdroj: Refinitiv, ČS Research

Ocenění DocMorris a RedCare je nyní na úrovni 1.0x resp. 1.2x EV/Tržby pro 2024e. Pilulka se oproti tomu obchoduje na 0,35násobku pro námi očekávané tržby v roce 2024. Pro diskont v ocenění akcií Pilulky hovoří nyní podstatně nižší výhled na růst tržeb Pilulky do roku 2026 na úrovni 9% CAGR oproti průměru 27% CAGR pro srovnávané firmy a slabší tržní pozice firmy. Výhled na růst tržeb Pilulky je nicméně znatelně nižší nikoliv nutně jen kvůli specifickým problémům Pilulky, ale kvůli očekávání na vyšší růst tržeb u obou firem díky růstu online prodeju předpisových léků v Německu, což na trzích Pilulky povoleno není. Očekávaná EBITDA marže je u Pilulky podstatně nižší oproti RedCare, jež letos pravděpodobně dosáhne kladné EBITDA se solidní marží přes 2%. Oproti DocMorris je výhled na marži u Pilulky horší až od roku 2025, kdy pro letošní rok u této firmy konsenzus očekává EBITDA ještě negativní.

Z hlediska očekávaného zadlužení pro rok 2025 má Pilulka na úrovni 3,4x čistý dluh/EBITDA vyšší očekávané zadlužení než Redcare, ale nižší než DocMorris.

V našem ocenění v rámci odvětvového srovnání modelově aplikujeme hodnotu parametru EV/Tržby na úrovni 0,3x pro námi očekávané tržby v roce 2024e a zadlužení Pilulky na konci roku 2023e.

Tento násobek je nižší, než jsme aplikovali v našem minulém ocenění (0,5x) a odráží se zde výhled na nižší růst tržeb a nižší marži proti zbytku sektoru. Násobek aktuálně odhadujeme jako férový při předpokladu konvergence ocenění Pilulky k mediánu odvětví na úrovni EV/EBITDA do roku 2028e na základě předpokládaného:

1) Pomalejšího růstu tržeb Pilulky mezi roky 2023-2028e na úrovni 9% CAGR. U srovnávací skupiny konsenzus očekává růst nad 21% CAGR.

2) Nižší EBITDA marže Pilulky mírně nad 2% v roce 2028e proti přibližně 5% odhadovaným na základně konsenzu u srovnávací skupiny firem

a

při promítnutí rizika plynoucího z možné potřeby získání dalšího financování ať už skrze úročené závazky či úpis akcií pro další fungování firmy v dalších letech.

Dostáváme tak cílovou cenu pro odvětvové srovnání na úrovni **238 Kč/akcii**.

### Ocenění Pilulky na základě násobku EV/Tržby

Aplikovaný násobek EV/Tržby pro 2024	0.30
Očekávané tržby v 2024 (mil. Kč)	2205
Implikovaná EV dle výhledu na 2024 (mil. Kč)	661
Odhadovaný čistý dluh na konci 2023 (mil.Kč)*	83
Implikovaná tržní kapitalizace (mil. Kč)	579
Počet akcií (mil.)	2.7
Náklady vlastního kapitálu	11.3%
Dvanáctiměsíční cílová cena (Kč/akcie)	238

\* záporná hodnota znamená čistou hotovostní pozici

Zdroj: Refinitiv, ČS Research

Vůči tomuto ocenění vidíme nicméně potenciál směrem výše, pokud by se Pilulce podařilo dosáhnout vyšší EBITDA než aktuálně odhadujeme, na základě realizace vyšších nákladových úspor a reakcelerace růstu tržeb, čímž by se snížila potřeba dodatečného externího financování v dalších letech. **Pro sentiment trhu vůči titulu bude v dalších čtvrtletích důležité, zda management ukáže, že je schopen řídit firmu profitabilně, byť za cenu nižšího růstu tržeb než v minulosti.** Myslíme si, že vzhledem k velikosti tržeb firmy a potenciálu maržovosti v tomto odvětví by na to Pilulka měla mít potenciál, i s přihlédnutím ke konkurenčním společnostem jako provozovateli Lékárna.cz, což jsme podrobněji komentovali v minulém reportu.

### Vybrané ukazatele v rámci odvětvového srovnání

	P/S				EVS				EV/EBITDA				Čistý dluh/EBITDA			
	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
DocMorris	0.7	1.1	0.9	0.7	0.9	1.3	1.0	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	30	n.m.	n.m.	n.m.	5.0
Redcare Pharmacy	2.2	1.5	1.1	0.9	2.4	1.6	1.2	1.0	n.m.	68	36	22	n.m.	3.9	2.0	0.8
<b>Průměr</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>22</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>2.9</b>
Pilulka Lékárny	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	n.m.	n.m.	40	23	n.m.	n.m.	5.3	3.4
Prémie/diskont vůči průměru	-81%	-76%	-71%	-66%	-82%	-75%	-69%	-64%	n.m.	n.m.	n.m.	7%	n.m.	n.m.	n.m.	16%
	EBITDA MARŽE				CAGR											
	2022	2023e	2024e	2025e	Tržby 2024-27e											
DocMorris	-7.2%	-4.2%	-0.4%	2.7%	29%											
Redcare Pharmacy	-2.5%	2.3%	3.3%	4.4%	25%											
<b>Průměr</b>	<b>-4.8%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.6%</b>	<b>27%</b>											
Pilulka Lékárny	0.0%	-2.4%	0.9%	1.4%	9%											
Prémie/diskont vůči průměru (p.b.)	4.8	-1.4	-0.6	-2.2	-18.2											

Zdroj: Refinitiv, Česká spořitelna Research

## Příležitosti a rizika

### Příležitosti

- Oživení e-commerce trhu jako vzpruha pro organický růst tržeb
- Podstatné zlepšení provozní marže díky nákladovým úsporám
- Vyšší než očekávané omezení CAPEX podporou cash flow
- Expanze v Rakousku
- Případné uvolnění regulace prodeje léků na předpis online
- Potenciálně cílem převzetí

### **Rizika**

- Pokles tržního podílu na stávajících trzích
- Nepovedená expanze na zahraniční trhy
- Pomalejší ožívování růstu e-commerce trhu
- Riziko neplnění kovenantů pro omezení dluhového financování v případě zhoršování kreditního profilu společnosti
- Další pokles tržeb z benefitních programů kvůli daňovým změnám
- Nedosažení nákladových úspor dle plánu
- Možná potřeba úpisu nových akcií pro financování provozu
- Kybernetický útok, ochrana osobních dat klientů

## Tabulky

Výsledovka	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>(CAS, mil. Kč, 31/12)</b>					
<b>Tržby</b>	<b>2,380</b>	<b>2,447</b>	<b>2,122</b>	<b>2,205</b>	<b>2,443</b>
Výkonová spotřeba	2,143	2,188	1,926	1,974	2,187
<b>Osobní náklady</b>	<b>224</b>	<b>259</b>	<b>252</b>	<b>217</b>	<b>228</b>
Ostatní příjmy	32	18	18	18	18
Ostatní náklady	25	12	12	12	12
<b>EBITDA</b>	<b>21</b>	<b>-1</b>	<b>-51</b>	<b>19</b>	<b>33</b>
Odpisy a amortizace	23	51	33	34	34
<b>EBIT</b>	<b>-14</b>	<b>-48</b>	<b>-86</b>	<b>-18</b>	<b>-3</b>
Finanční příjmy	1	0	0	0	0
Finanční náklady	12	16	27	15	15
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>-25</b>	<b>-64</b>	<b>-113</b>	<b>-33</b>	<b>-18</b>
Daně	1	2	1	2	2
<b>Čistý zisk</b>	<b>-26</b>	<b>-66</b>	<b>-114</b>	<b>-35</b>	<b>-20</b>
Zisk připadající na minoritní podíly	0	-1	0	0	0
<b>Čistý zisk po minoritách</b>	<b>-25</b>	<b>-65</b>	<b>-114</b>	<b>-35</b>	<b>-20</b>
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10	-26	-45	-14	-8
<b>Rozvaha</b>					
<b>(CAS, mil. Kč, 31/12)</b>					
<b>Hmotná a nehmotná aktiva</b>	<b>145</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>154</b>	<b>149</b>
Kladný konsolidační rozdíl	26	24	22	19	17
Záporný konsolidační rozdíl	-1	-1	0	0	0
Finanční aktiva	4	9	9	9	9
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>175</b>	<b>197</b>	<b>195</b>	<b>182</b>	<b>175</b>
Zásoby	155	187	155	157	178
Krátkodobé pohledávky	185	197	177	184	198
Hotovost	72	21	12	3	2
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>412</b>	<b>405</b>	<b>344</b>	<b>344</b>	<b>378</b>
Časové rozlišení aktivní	2	4	4	4	4
<b>CELKOVÁ AKTIVA</b>	<b>589</b>	<b>606</b>	<b>542</b>	<b>530</b>	<b>557</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>204</b>	<b>140</b>	<b>94</b>	<b>59</b>	<b>39</b>
<b>Menšinové podíly</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>384</b>	<b>467</b>	<b>449</b>	<b>472</b>	<b>519</b>
<b>Rezervy</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>Závazky</b>	<b>369</b>	<b>459</b>	<b>441</b>	<b>463</b>	<b>510</b>
Dlouhodobé závazky	21	25	25	25	25
Krátkodobé závazky	348	434	416	438	485
z toho závazky k úvěrovým institucím	21	85	95	105	115
Časové rozlišení pasivní	1	0	0	0	0
<b>CELKOVÁ PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ</b>	<b>589</b>	<b>606</b>	<b>542</b>	<b>530</b>	<b>557</b>
<b>Výkaz finančních toků</b>					
<b>(CAS, mil. Kč, 31/12)</b>					
Provozní cash flow	25	-38	-53	6	17
Investiční cash flow	-82	-77	-33	-24	-29
Finanční cash flow	-3	5	77	10	10
<b>Změna hotovosti</b>	<b>-60</b>	<b>-110</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>
<b>Marže a poměrové ukazatele</b>					
<b>2021</b>					
Růst tržeb	33.7%	2.8%	-13.3%	3.9%	10.8%
EBITDA marže	0.9%	0.0%	-2.4%	0.9%	1.4%
EBIT marže	-0.6%	-1.9%	-4.0%	-0.8%	-0.1%
Čistá marže	-1.1%	-2.7%	-5.4%	-1.6%	-0.8%
ROE	-12.5%	-46.3%	-120.8%	-59.4%	-50.8%
Podíl vlastního kapitálu	34.7%	23.1%	17.3%	11.1%	7.0%
Čistý dluh	-50	64	83	101	113
Dluh k vlastnímu jmění	20.9%	78.3%	127.4%	219.9%	357.1%
Celkový investovaný kapitál	247	250	214	189	179

Zdroj: Firemní výkazy, Česká spořitelna Research

## Kontakty

### Odbor Ekonomické a strategické analýzy

[investicnicentrum.cz](http://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, Kofola, ColtCZ Světové trhy, Philip Morris ČR, Pilulka	Petr Bártek Jan Šafránek	+420/956 765 227 +420/956 765 218	pbartek@csas.cz jsafranek@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	petvalenta@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	ocech@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 Kalužik	+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.

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

Poměr jednotlivých stupňů investičních doporučení k pokrývaným akciím na BCPP

	BCPP	Se vztahem k EBG (5)
Kupovat	22,5%	33,3%
Akumulovat	55,0%	33,3%
Držet	22,5%	33,3%
Redukovat	0%	0%
Prodat	0%	0%

### 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		Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení	Komerční banka	Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		
14.2.24	848	815	držet	Petr Bártek	6.10.23	785	665	akumulovat	Thomas Unger	
26.9.23	1,062	971	akumulovat	Petr Bártek	31.1.23	900	733	kupovat	Thomas Unger	
26.1.23	917	876	držet	Petr Bártek	28.1.22	1085	955	akumulovat	Thomas Unger	
12.10.22	920	800	držet	Petr Bártek	4.11.21	v revizi	888	v revizi	Thomas Unger	

Moneta		Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení	Philip Morris CR	Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		
6.10.23	98	83.4	akumulovat	Thomas Unger	15.6.22	18160	16100	akumulovat	Jan Šafránek	
31.1.23	93	81	akumulovat	Thomas Unger	29.6.20	15297	13480	akumulovat	Jan Šafránek	
28.1.22	102	92	držet	Thomas Unger	11.8.17	17640	15350	akumulovat	Pavel Smolík	
16.12.21	102	93.9	držet	Thomas Unger	20.6.17	15033	14970	držet	Pavel Smolík	

Kofola		Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení	VIG	Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		Datum	Cílová cena (EUR)	doporučení	Doporučení		
7.10.19	v revizi	290	v revizi	Petr Bártek	30.9.22	29	20.9	kupovat	Thomas Unger	
22.11.17	490	419	akumulovat	Petr Bártek	17.6.21	32	32.4	kupovat	Thomas Unger	
4.10.16	534	395	kupovat	Petr Bártek	30.7.20	25	19.4	kupovat	Thomas Unger	
					29.3.19	29	22.7	kupovat	Thomas Unger	

Colt CZ		Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení	Pilulka	Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		
3.10.22	613	520	akumulovat	Petr Bártek	15.3.24	258	234	držet	Jan Šafránek	
13.5.21	446	350	kupovat	Petr Bártek	18.7.23	451	460	držet	Jan Šafránek	
					5.4.23	v revizi	620	v revizi	Jan Šafránek	
					7.2.23	801	740	držet	Jan Šafránek	

CTP		Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení	Gevorkyan	Tržní cena při vydání			Analytik vydávající doporučení
Datum	Cílová cena (EUR)	doporučení	Doporučení		Datum	Cílová cena (Kč)	doporučení	Doporučení		
16.3.23	17.6	12.5	kupovat	Cezary Bernatek	15.12.23	302	256	akumulovat	Jan Šafránek	
26.4.22	20.0	14.4	kupovat	Cezary Bernatek						
5.5.21	17.5	14.0	kupovat	Cezary Bernatek						

## 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 konzultovat 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 2024. 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