

Pilulka.cz

Expanze není zadarmo

5. června 2023

Česká republika

Maloobchod

mil. Kč	2022	2023E	2024E	2025E
Tržby	2447	2618	3061	3713
% růst	3%	7%	17%	21%
EBITDA	-1	-1	26	69
EBITDA marže	0,0%	-0,1%	0,9%	1,9%
NOPAT	-48	-67	-25	9
Kapitálové výdaje	-77	-52	-46	-48
Odpisy a amortizace	53	67	53	63
WACC	n.a.	12,5%	12,5%	12,5%
FCFF	-115	-53	-38	21
Celkový dluh	85	84	83	82

Nákladná zahraniční expanze a zpomalující růst tržeb **donutily Pilulku přijít si na trh po další kapitál**. V rámci sekundárního úpisu nabídne 500 tis. ks nových akcií v pásmu 450 až 550 Kč za akcii. **Investory však neoslovuje v nejlepší kondici**. Tržby dosáhly za rok 2022 necelých 2,5 mld. Kč (+3 %), čímž zaostaly za plány. Zklamáním byl výkon hlavního českého, ale i rozvíjejícího se rumunského trhu. Expanze na rakouský a maďarský trh si vyžádala nemalé investice, stáhla dolů marže a oddálila dosažení profitability. Proto **opět snižujeme cílovou cenu akcií Pilulka z 597 Kč na 393 Kč na akcii, avšak doporučení měníme z PRODAT na REDUKOVAT**.

- ♦ Pilulka nabídne v sekundárním úpisu 500 tis. ks nových akcií v **upisovacím pásmu 450 až 550 Kč za akcii**.
- ♦ Předpokládáme, že společnost sice upíše všech 500 tis. ks nových akcií, avšak **na spodní hranici nabízeného pásma, tedy za 450 Kč**.
- ♦ V roce 2022 zasáhly do podnikání i **negativní makroekonomické faktory** jako přesun spotřeby od zboží ke službám nebo vlna inflace.
- ♦ Diverzifikace tržeb Pilulky pryč od léků také přispěla k jejich **nízkému loňskému růstu (+3 % yoy)**, přičemž velkým zklamáním byl rumunský a český trh.
- ♦ Profitabilita se kvůli rychlejšímu růstu nákladových položek zhoršila, **EBITDA -800 tis. Kč však naše očekávání (-7 mil. Kč) překonala**.
- ♦ Společnost rozběhla v roce 2022 **zahraniční expanzi do Rakouska a Maďarska**, v jejich náběhu jsme však konzervativnější než management.
- ♦ Dle našich aktualizovaných odhadů bude **průměrný roční růst tržeb CAGR mezi roky 2023 až 2032 kolem 10 %** a v roce 2032 dosáhnou tržby 6,3 mld. Kč.
- ♦ 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 597 Kč na 393 Kč za akcii** a při současné ceně 450 Kč za akcii (-13 %) **odpovídá doporučení REDUKOVAT**.

REDUKOVAT

6M Cílová cena	393 Kč
Předešlá cílová cena	597 Kč
6M Dividenda	0 Kč
Současná cena	450 Kč
6M Celkový výnos	-13 %

ISIN CZ0009009874
Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 1,13 mld. Kč
Počet akcií 2,5 mil.
Free-float 32 %

Výnos **1M 3M 12M**
Absolutní -9,8% -28,6% -62,2%
Rel. k PX Index -7,4% -26,7% -70,0%



Ján Hladký
Equity Analyst
+420 221 424 183
hladky@patria.cz

OBSAH

SEKUNDÁRNÍ ÚPIS AKCIÍ (SPO).....	- 3 -
PROFIL SPOLEČNOSTI	- 3 -
AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA.....	- 4 -
ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	- 5 -
SWOT ANALÝZA	- 6 -
PILULKA V ROCE 2022	- 6 -
TRŽNÍ PROSTŘEDÍ	- 8 -
ZAHRANIČNÍ EXPANZE	- 10 -
ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU	- 11 -
RIZIKA VALUACE.....	- 14 -
FINANČNÍ UKAZATELE	- 16 -
DISCLAIMER.....	- 17 -

Pilulka nabídne 500 tis. ks nových akcií v upisovacím pásmu 450 až 550 Kč

SEKUNDÁRNÍ ÚPIS AKCIÍ (SPO)

Náš pravidelný půlroční update začneme rozbohem aktuálně probíhajícího sekundárního úpisu akcií (SPO), který je nyní pro investory stěžejní.

V posledních dvou reportech jsme upozorňovali, že se zahraniční expanze pravděpodobně neobejde bez potřeby externího financování, jelikož hotovost na účtech společnosti se rychle ztenčuje. Jako jedno z důležitých rizik jsme tudíž viděli SPO, který by měl negativní dopad na cenu akcií **z důvodu tradičně nabídnutého diskontu vůči tržní ceně** a také naředění stávajících akcionářů.

Pilulka bude upisovat **500 tis. ks nových akcií v cenovém pásmu 450 až 550 Kč**. V první fázi bylo stávajícím akcionářům nabídnuto předkupní právo s cenou 450 Kč za akcii, přičemž 5 stávajících akcií jim dává právo na úpis jedné nové. První fáze proběhla od 23. května do 6. června, **druhá fáze začne 8. června a skončí 22. června**. První den obchodování nabízených akcií bude 27. června.

Do úpisu budou nabízené výhradně společností vydané nové akcie a **předpokládaný výtěžek se tudíž pohybuje dle dosažené ceny mezi 225 a 275 mil. Kč** (212,5 až 260 mil. Kč po očištění o poplatky). To samozřejmě za předpokladu, že se podaří upsat celých 500 tis. ks.

Emitent tyto výnosy použije především **na financování rozvojových aktivit**, zejména na posílení pozice na zahraničních trzích (Rakousko, Maďarsko, Rumunsko), na financování rozvoje vlastních IS/IT systémů, na další rozvoj platformy eHealth (Plus Care), na posílení pracovního kapitálu a na financování případných akvizičních aktivit na českém trhu nebo v zahraničí.

V naší valuaci počítáme se scénářem, že společnost sice upíše všech 500 tis. ks nových akcií, avšak **na spodní hranici nabízeného pásma, tedy za 450 Kč**. Důvody jsou primárně dva. Za prvé, za celý loňský rok se na trhu START zobchodovalo jen 90 tis. ks akcií Pilulky, takže **nabízený objem vysoce převyšuje celou loňskou poptávku**. A za druhé, současná tržní cena akcií je 450 Kč, takže ani spodní část upisovacího pásma **neposkytuje jakýkoliv diskont**.

Motivaci účastnit se úpisu mají primárně stávající akcionáři, kteří se chtějí vyhnout naředění svých podílů. Výnos z úpisu by tedy dle nás dosáhně 225 mil. Kč. **Po očištění o poplatky bude čistý výnos z SPO 212,5 mil. Kč**, což je také částka, se kterou počítáme v cashflow z finanční činnosti. Na rozvaze navýšujeme ážio o 224,5 mil. Kč a základní kapitál o 0,5 mil. Kč (nominální hodnota nových akcií).

PROFIL SPOLEČNOSTI

Pilulka se zaměřuje na online prodej volně prodejných léků (OTC) v ČR, na Slovensku, v Rumunsku, Rakousku a Maďarsku

Pilulka Lékárny a.s. (dále jako Pilulka) je česká společnost provozující primárně **online lékárny v České republice, na Slovensku a v Rumunsku**. V roce 2022 pak proběhla regionální **expanze do Rakouska a Maďarska**. Tyto trhy jsou nicméně obsluhovány ze skladů v České republice a na Slovensku.

Společnost založili v roce 2013 **bratři Martin a Petr Kasovi** (původní zakladatelé e-commerce portálu kasa.cz) a od počátku ji zaměřili na zmíněný **online prodej volně prodejných léků (tzv. OTC)** a výživových doplňků (tzv. CH), mezi něž se řadí také vitamíny, kosmetika a drobná elektronika. Sortiment se postupně rozšířil i o potraviny, sportovní pomůcky nebo veterinární přípravky.

Léky na předpis (tzv. Rx) se můžou primárně prodávat jen offline kanálem v kamenných lékárnách. Tato regulace platí pro všechny cílové země Pilulky.

Pilulka provozuje v České republice také řetězec kamenných lékáren, které tedy nabízejí i Rx produkty. Nicméně, společnost samotná přímo vlastní jen část těchto prodejen, přičemž **většinu provozují franšizoví partneři**. Je nutno podotknout, že Pilulka těmto partnerům neúčtuje **žádné franšizové poplatky** a hlavní výhodou tohoto vztahu jsou tak sjednocená marketingová komunikace, větší vyjednávací síla s dodavateli a širší doručovací síť lékáren.

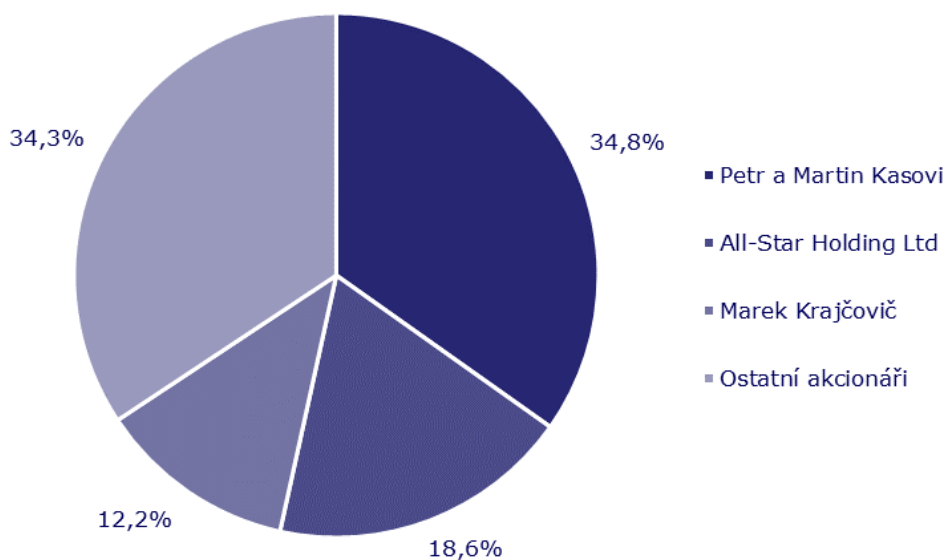
AKCIONÁŘSKÁ STRUKTURA

Na free-float připadá přibližně 34 % akcií společnosti, 45 % po SPO

Současný počet akcií společnosti Pilulka je 2,5 mil. kusů a na každou akcii připadá jeden hlas na valné hromadě. Zakladatelé Petr a Martin Kasovi byli po celou dobu největšími akcionáři společnosti a na veřejně obchodovaný free-float připadá kolem 34 % akcií.

Dle informací od společnosti se akcionářská struktura od IPO nijak výrazně nezměnila a její aktuální podoba by měla vypadat následovně:

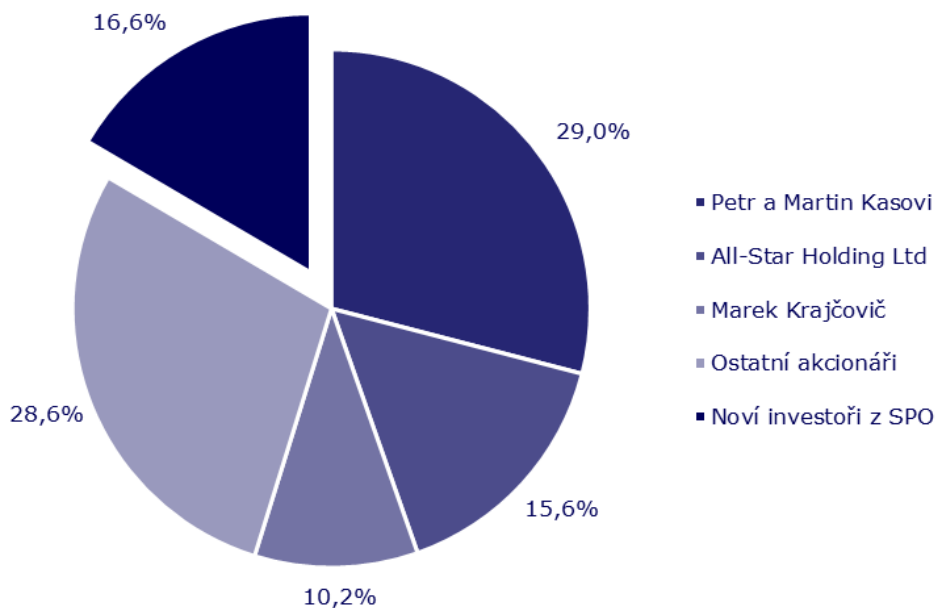
Akcionářská struktura před SPO



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Kartami nicméně zamíchá zmíněný probíhající sekundární úpis akcií, během něhož se společnost **chystá upsat až 500 tis. kusů nových akcií**. Součástí přitom není nabídka stávajících akcií, takže celkově se počet navýší na 3 mil. kusů a na **free-float by mělo připadat cca 45 % akcií**. Samotná akcionářská struktura by tak mohla vypadat následovně:

Indikativní akcionářská struktura po SPO

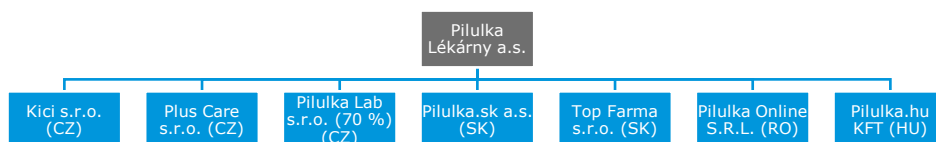


Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

ORGANIZAČNÍ STRUKTURA

Pod skupinu Pilulka patří sedm dceřiných společností

Pod mateřskou společnost Pilulka Lékárny a.s. patří momentálně 6 společností: 3 české, dvě slovenské, jedna rumunská a jedna maďarská:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Česká, a tedy i hlavní, větev byznysu spadá pod mateřskou společnost Pilulka Lékárny a.s. Společnost Kici s.r.o. je dle posledních informací využívána k rozvoji privátní značky. Aktivity na Slovensku spadají pod společnosti Pilulka.sk a.s. a Top Farma s.r.o. a v Rumunsku pod Pilulka Online S.R.L. Nový maďarský trh je obsluhován přes Pilulka.hu KFT, zatímco rakouský trh spadá pod českou matku Pilulka Lékárny a.s. **Ve všech těchto společnostech má Pilulka Lékárny a.s. 100% vlastnický podíl**

Nové projekty Plus Care a Pilulka Lab se zaměřují na budoucí rozvoj

V roce 2021 spustila Pilulka dva nové projekty, které jsou konsolidovány ve společnostech Plus Care s.r.o. a Pilulka Lab s.r.o. **Plus Care (100% podíl)** se zaměřuje na spolupráci mezi pacientem, lékařem, farmaceutickou firmou a zdravotní pojišťovnou.

Pilulka Lab (70% podíl) má zase za cíl pomáhat technologickým startupům v rané fázi vývoje. Tyto startupy působí primárně v oblasti e-health (umělá inteligence, lékařská data, zdravotní péče, blockchain a aktivní život) a Pilulka s nimi uzavírá strategická partnerství.

Pod Pilulka Lékárny a.s. spadá také **10% podíl ve společnosti Property Blocks s.r.o.**, která dodává technologii Pilulka boxů fungujících jako důležitá součást distribuční sítě.

SWOT ANALÝZA

Silné stránky

- V ČR síť partnerských kamenných lékáren rozšiřujících distribuční síť
- Vlastní IT systémy (škálovatelnost a flexibilita)
- Prověřená zkušenost managementu s e-commerce
- Stabilně rostoucí zákaznická báze

Slabé stránky

- Silně konkurenční prostředí ze strany ostatních lékáren (hlavně Dr. Max a Benu) a také ze strany drogerií a ostatního e-commerce
- Nízké marže v online retailu
- Nízká diferenciací prodávaného zboží proti konkurenci
- Cenové tlaky na produkty („slevové nakupování“ zákazníků)

Příležitosti

- Návrat českého online maloobchodu zpátky k růstu
- Deregulace prodeje léků na předpis po internetu
- Prodej private label výrobků s vyšší marží
- Rozvoj nových projektů v rámci e-health

Rizika

- Nedosažení plánovaných nákladových úspor a úspor z rozsahu
- Zásahy regulátorů
- Nevydařená a zároveň nákladná zahraniční expanze
- Hluboká ekonomická recese
- Měnové riziko při rostoucím podílu tržeb ze zahraničí

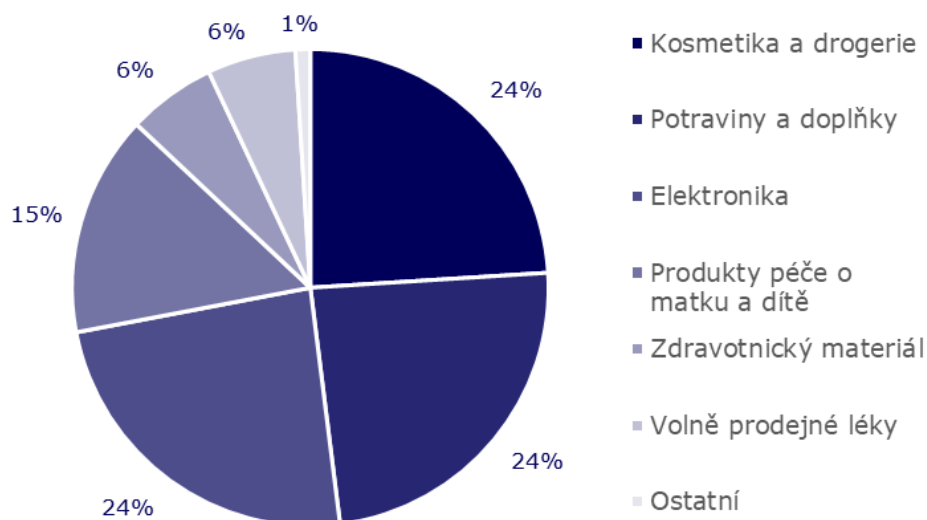
PILULKA V ROCE 2022

V roce 2022 zasáhly do podnikání negativní makroekonomické faktory

Pokud byly roky 2020 a 2021 obdobím, kdy Pilulka hrálo do karet víceméně všechno (COVID a lockdowny), tak **rok 2022 táhla společnost za kratší provaz.** Návrat lidí do normálního života znamenal jejich návrat do kamenných prodejen a také snížení výdajů na léky, vitamíny a zdravotnické pomůcky. Velká část spotřeby se navíc přesunula od zboží ke službám, jak se vrátila možnost cestovat a stravovat se v restauracích.

Českého spotřebitele dále zasáhla nebývale silná vlna inflace (více níže), která způsobila, že začal omezovat své diskrétní výdaje. Poptávka po lécích je sice poměrně neelastická (tzn. s cenou se příliš nemění) a v čase stabilní, nicméně Pilulka se v průběhu let **diverzifikovala pryč od prodeje léků a rozšířila svůj sortiment.** Dle prospektu k SPO byly tři hlavní kategorie pro rok 2022 kosmetika, potraviny a elektronika:

Struktura tržeb, 2022

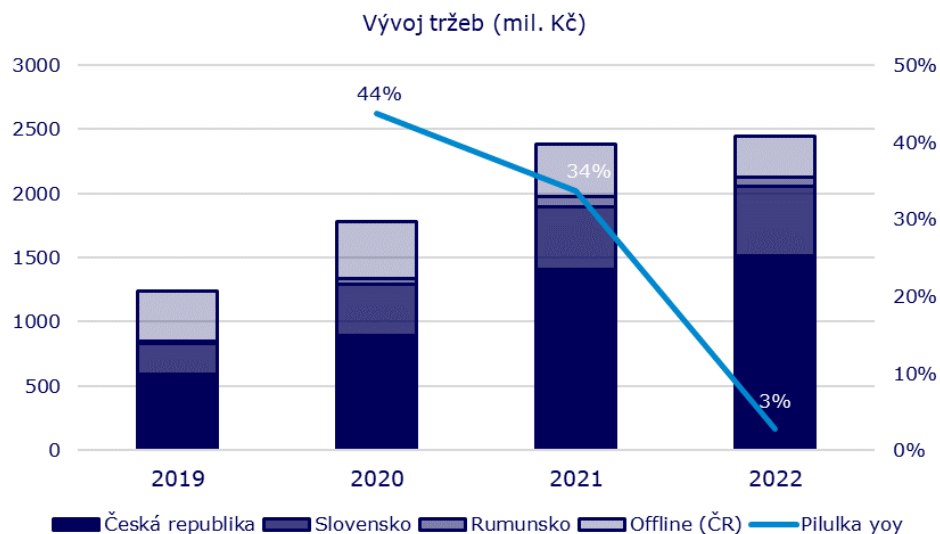


Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Diverzifikace tržeb pryč od léků přispěla k jejich nízkému letošnému růstu

S léky na 6 % a zdravotnickým materiálem také na 6 % jsou tudíž **tržby více závislé na širší ekonomické situaci**. Jejich konečný růst o necelé 3 % yoy na 2,5 mld. Kč zaostal za odhady managementu (2,7 mld. Kč), i za těmi našimi (také 2,7 mld. Kč). **Velkým zklamáním byl rumunský trh**, který se kvůli rozpadu spolupráce s tamním strategickým partnerem v podstatě zasekl na místě (75 mil. Kč vs. náš odhad 105 mil. Kč).

Velice solidně si naopak vedlo Slovensko, které narostlo na tržbách o 11 % yoy na 540 mil. Kč a naše odhady překonalo o 20 mil. Kč. Hlavní český online segment přibrzdil růst na 7 % yoy na 1,5 mld. Kč, **čimž se postaral o majoritní část nesplněných očekávání** (náš odhad 1,63 mld. Kč). Proběhnuvší zahraniční expanze přinesla do společnosti v roce 2022 jen minimální část tržeb a její efekt byl tudíž prozatím hlavně na nákladové stránce. Vývoj tržeb za poslední roky přibližuje následující graf:

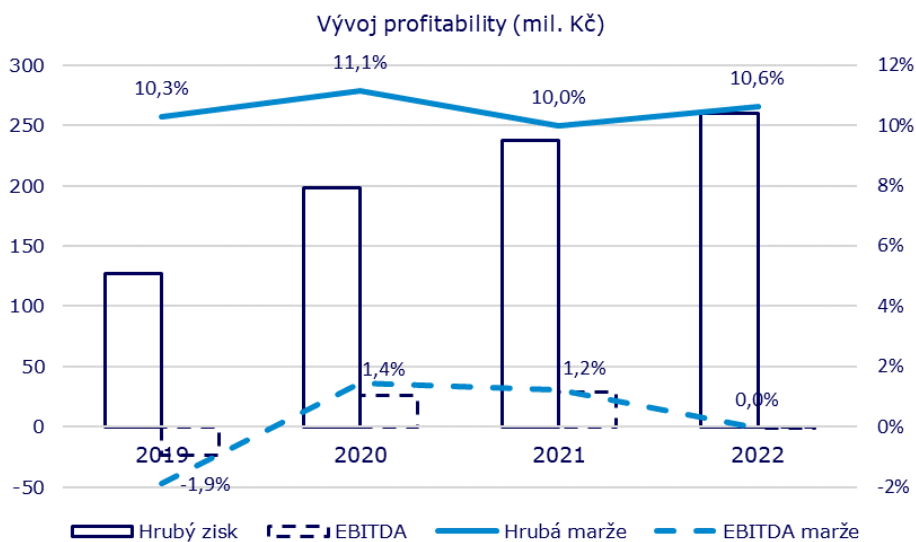


Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Profitabilita se kvůli rychlejšímu růstu nákladových položek zhoršila, EBITDA však naše očekávání překonala

Hrubá marže se meziročně rozšířila o 60 bps na 10,6 % díky variabilním nákladům rostoucím jen 2% meziročním tempem. Jelikož tím marže překonala námi odhadovaných 9,8 %, celkový hrubý zisk 260 mil. Kč skončil na úrovni našich očekávání.

Na druhou stranu, provozní náklady rostly kvůli zahraniční expanzi výrazně rychleji než tržby, a to o 12 % yoy na 252 mil. Kč. Když se k nim přičtou odpisy rostoucí z 23 na 51 mil. Kč jako důsledek předešlých kapitálových výdajů na rozšíření logistických kapacit, vygenerovaná provozní ztráta činí až 50 mil. Kč (náš odhad 40 mil. Kč). **Ukazatel EBITDA (provozní zisk plus odpisy) však skončil blízko nuly** (konkrétně -800 tis. Kč) a náš odhad -7 mil. Kč tudíž překonal. Následující graf přibližuje vývoj profitability za poslední čtyři roky:



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Pilulka je na úrovni EBITDA profitabilní na českém a slovenském trhu

Za zmínku ještě stojí rozčlenění profitability, kterou management poskytl v rámci jarního Start Day a také v rámci SPO prospektu. Dle tohoto detailu je společnost **profitabilní na českém a slovenském trhu s EBITDA 31 mil. Kč, respektive 6 mil. Kč.** Dle managementu to ukazuje na dlouhodobou udržitelnost a funkčnost byznys modelu. Zároveň to však dle našeho názoru ukazuje, jak vysoká je hranice pro dosažení dostatečných úspor z rozsahu.

Pozorný čtenář si mohl všimnout rozdílu mezi námi uváděnými čísly a čísly publikovanými managementem v prospektu k SPO (platí především pro hrubou marži), a to i v případě pohledu do historie. Ten je způsoben primárně odlišnými výchozími daty. Pro naše ocenění aplikujeme oficiální účetní závěrky a výroční zprávy, zatímco **prospekt vychází z manažerského účetnictví společnosti.**

TRŽNÍ PROSTŘEDÍ

E-commerce si prochází periodou prudkého ochlazení růstu i kvůli inflaci

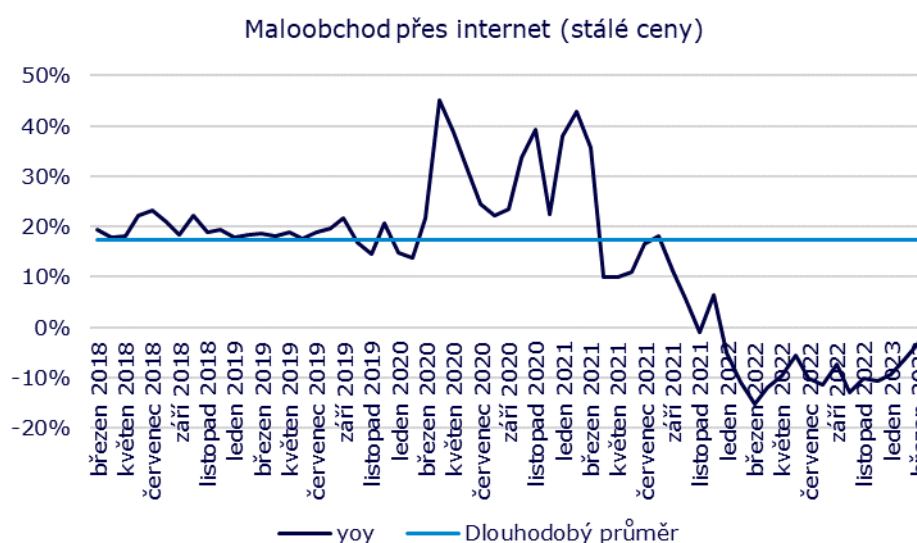
Pilulka se profiluje primárně jako online lékárna, nicméně její portfolio prodávaného zboží zahrnuje také kosmetiku, výživové doplňky, zdravotnický materiál, sportovní výživu nebo drobnou elektroniku. Z tohoto důvodu **není imunní vůči problémům, které loni postihly širší e-commerce** a které jsou stěžejní pro prognózu tržeb na dalších pár let.

Zatímco během pandemie se mluvilo o urychleném přechodu západních ekonomik do digitálního světa, z kvartálních výsledků společností a statistických dat **vidíme, že se jednalo spíše o jednorázové navýšení poptávky.** Spolu

s koncem koronavirových lockdownů se zákazníci vrátili ke starému nákupnímu vzorci a e-commerce začal prudce zpomalovat.

Spotřebitelé v České republice byli navíc loni zasaženi **obzvláště silnou inflační vlnou**. Dle dat Českého statistického úřadu dosáhl meziroční růst cen vrchol v září 2022, a to až na úrovni 18 %. V takovémto prostředí **spotřebitel přirozeně omezuje své diskréční výdaje**. Situace se sice postupně uklidňuje, avšak poslední čísla za duben 2023 udávala pořád až 13 %. Návrat na cílové 2 % očekává Česká národní banka až v polovině příštího roku.

Oba tyto faktory (konec lockdownů a inflace) přispěly k prudkému ochlazení českého e-commerce, což ostatně dokládají i data o maloobchodu přes internet od Českého statistického úřadu. Zatímco před koronakrizí se meziroční růst držel stabilně kolem 20 %, **celý loňský rok a začátek letoška jsou charakterizovány meziročními poklesy**. A to navzdory tomu, že srovnávací základna už byla v posledních měsících výrazně níž.

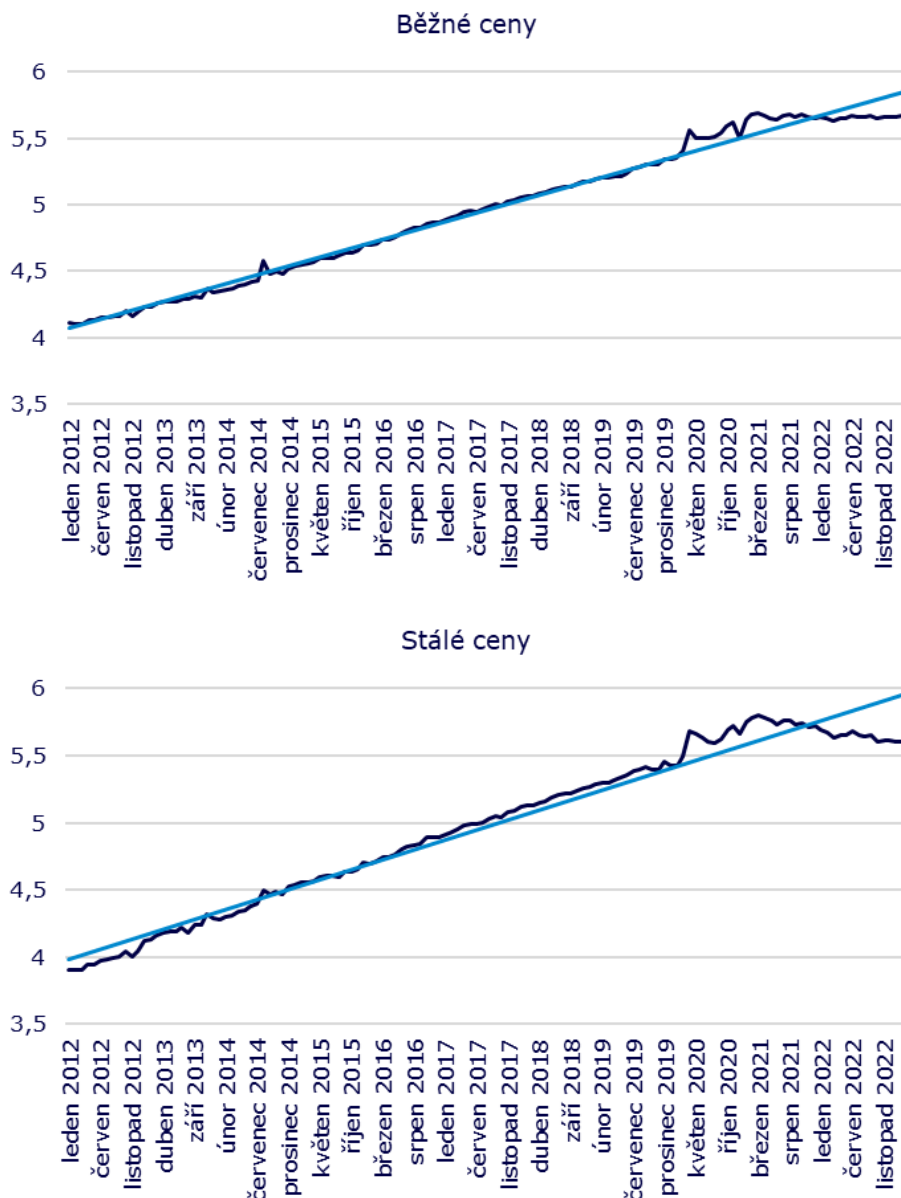


Zdroj: CZSO, Patria Finance

Dlouhodobější pohled od roku 2012 odhaluje, že tržby v e-segmentu českého maloobchodu si dlouho držely velmi stabilní trend (níže na logaritmovaných datech), od kterého se odchýlily v posledních dvou letech. Namísto strukturálního zlomu a nástupu rychlejšího trendu však sledujeme zpomalení, respektive pokles. **Z toho usuzujeme, že dlouhodobý trend zůstává platný a covidové období bylo do značné míry anomálií, která je nyní korigována.**

Skutečnou sílu propadu pak ilustrují tržby v odvětví vyjádřené ve stálých cenách, které je očišťují o inflaci (druhý graf). Na něm je vidět, že **návrat zpátky k trendu se postupně protahuje**. Index tržeb je aktuálně na stejné úrovni, jako byl v polovině roku 2020, takže už vrátil většinu koronavirové podpory.

Z této logiky posouváme i náš výhled pro tento segment trhu o další rok a návrat tržeb v českých e-shopech zpátky na trend očekáváme až za jeden až dva roky.



Zdroj: CZSO, Patria Finance

**Roste také
pravděpodobnost
kontrakce českého HDP
a poklesu poptávky**

V námi odhadovaném růstu tržeb jsme značně konzervativní i z důvodu rostoucího **nebezpečí přicházející recese a kontrakce českého HDP**. Aktuální prognóza ČNB počítá s letošním růstem domácího HDP o pouhých 0,5 %, a i když pro příští rok počítá s návratem ke 3 %, tento scénář nezahrnuje případnou globální recesi nebo alespoň další zpomalení růstu.

Jádrová inflace v USA se totiž tvrdohlavě drží na 5,5 % a je tudíž dost dobře možné, že **tamní centrální banka půjde se sazbami skutečně dolů až ve chvíli, kdy vyvolá recesi**, ochladí trh práce a zpomalí poptávku. V takovém případě by se zřejmě kontrakce nevyhnula ani Evropě, a tudíž ani ČR.

ZAHRA NIČNÍ EXPANZE

**Management rozběhl
v roce 2022 zahraniční
expanzi do Rakouska a
Maďarska**

Pilulka v roce 2022 expandovala na **dva nové trhy, konkrétně do Rakouska a Maďarska**. V obou případech se jedná o vstup přes hybridní model, který počítá s minimální logistickou přítomností. To znamená, že trhy budou obsluhovány z ČR (Rakousko) a Slovenska (Maďarsko), což výrazně sníží

kapitálovou náročnost celého projektu. Zároveň to ale znamená, že nebude využit celý potenciál expanze.

V rámci jarního START Day 2023 představil management plán popisující očekávanou sílu nástupu v obou nových regionech. **V roce 2026 by měly generovat dohromady cca 520 mil. Kč tržeb** (250 mil. Kč Rakousko, 270 mil. Kč Maďarsko), neboli 12 % celkových odhadovaných tržeb. Ve stejném roce by měly oba dosáhnout profitability na úrovni EBITDA.

V našem oceňovacím modelu jsme až doteď počítali jen s Maďarskem, na úrovni odhadovaného náběhu tržeb jsme však byli výrazně konzervativnější a v roce 2026 jsme počítali jen se 120 mil. Kč. Pro srovnání ještě zmíníme plán publikovaný v prospektu k IPO, který udával pro tuto zemi 320 mil. Kč tržeb v roce 2024 (nyní 90 mil. Kč).

Do modelu jsme tudíž po START Day zahrnuli už i Rakousko, a v našich prognózách se částečně držíme plánu Pilulky. **Zároveň však u obou zemí zůstáváme konzervativnější** (rok 2026: 180 mil. Kč Rakousko a 194 mil. Kč Maďarsko), jelikož musíme konstatovat, že management má za sebou v případech expanzí **historii nesplněných slibů**. Původní rozšíření do Maďarska se posunulo o rok, Rumunsko je daleko za plánem, o možné expanzi do Německa se už nemluví a původní plán pro Rakousko a Maďarsko říkal, že v roce 2022 vygenerují dohromady 25 mil. Kč tržeb (ve skutečnosti jen 4 mil. Kč).

ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU

Pilulku oceňujeme metodou diskontovaných peněžních toků (DCF)

Naše ocenění společnosti Pilulka se nadále **opírá výhradně o tradiční metodu diskontovaných peněžních toků (DCF)**. Pořád zastáváme názor, že valuace přes tržní násobky srovnatelných společností naráží právě na nedostatek srovnatelných společností. Vývoj akcií a valuací společností jako DocMorris (někdejší Zur Rose) a Shop Apotheke nám dal navíc zapravdu v tom, že tržní násobky jsou kvůli své volatilitě pro ocenění nevhodné. Vzhledem k vývoji v roce 2022 jsme ale přistoupili k několika podstatným změnám.

Pro tržby prognózuje v letech 2023 a 2024 zpomalení růstu pod 20 % (dlouhodobý průměr). Roky 2025 a 2026 pak budou charakterizovány návratem růstu nad trend, který v následných letech normalizujeme směrem k 3% růstu v terminální periodě. Výsledkem je **10% průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2023 až 2032 až na hodnotu 6,3 mld. Kč v roce 2032**. Pro porovnání, poslední říjnový update modelu počítal s CAGR tržeb cca 12,5 % až na hodnotu 7,7 mld. Kč v roce 2031.

Nejpodstatnější změnou modelu je zahrnutí zahraniční expanze

Nejpodstatnější změnou je samozřejmě **zahrnutí zahraniční expanze do oceňovacího modelu**, a to spolu s předpoklady, o nichž jsme psali v předešlé části. Co se týče stávajících trhů, tak **i v případě Rumunska jsme konzervativnější než management**, a to ze stejných důvodů, jaké jsme uvedli dříve. Budoucnost tohoto cílového trhu je celkově prozatím nejasná, jelikož Pilulce chybí strategický partner pro jeho rozvoj. Pro rok 2026 tak prognózuje tržby jen 100 mil. Kč proti oficiálně plánovaným 160 mil. Kč.

Naopak jsme ale **optimističtější než management co do rozvoje českého a slovenského trhu**. Myslíme si, že nedejde-li k obzvláště hluboké recesi, může se růst místního online maloobchodu vrátit zpátky na trend rychleji, než s čím počítá výhled společnosti. A proto, zatímco výhled udává v roce 2026 online tržby v ČR 2,2 mld. Kč a na Slovensku 860 mil. Kč, my odhadujeme až 2,6 mld. Kč pro ČR a 1 mld. Kč pro Slovensko.

Poslední změnou je **de facto stagnace očekávaných tržeb z kamenných lékáren**. V loňském roce došlo k optimalizaci tohoto segmentu odprodejem několika poboček a management se vyjádřil, že tato část společnosti bude do budoucna sloužit primárně pro zvyšování povědomí o značce a jako součást distribuční sítě.

Následující tabulka shrnuje naše aktuální předpoklady (tržby online zahrnují i tržby z doplňkových služeb):

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
Tržby offline	273	259	267	275	283	292	300	309	319	328

Zdroj: Patria Finance

Pro lepší ilustraci změn přikládáme předpoklady, které jsme uváděli v posledním reportu z 10. října 2022:

mil. Kč	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Celkové tržby	2693	3185	3967	4995	5745	6399	6860	7249	7493	7738
% růst	13%	18%	25%	26%	15%	11%	7%	6%	3%	3%
Tržby online	2263	2729	3481	4494	5227	5865	6309	6680	6907	7133
% růst	15%	21%	28%	29%	16%	12%	8%	6%	3%	3%
Česká republika	1630	1956	2484	3229	3714	4092	4301	4476	4655	4842
Slovensko	520	598	718	875	1007	1146	1280	1418	1441	1464
Rumunsko	105	142	198	268	343	415	473	506	516	527
Maďarsko	8	34	81	121	163	212	255	280	294	300
Tržby offline (ČR)	430	455	486	502	517	534	551	568	586	605

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

Jak bylo zmíněno, pro potřeby DCF ocenění jsme modelovali zvláště 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	2618	3061	3713	4289	4811	5255	5617	5894	6099	6287	
% růst	7%	17%	21%	16%	12%	9%	7%	5%	3%	3%	
Hrubý zisk	260	311	383	449	512	554	588	617	644	669	
Hrubá marže	9,9%	10,2%	10,3%	10,5%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	
EBITDA	-1	26	69	115	166	198	224	244	267	290	
% růst	n.a.	n.a.	160%	66%	45%	19%	13%	9%	9%	9%	
EBITDA marže	-0,1%	0,9%	1,9%	2,7%	3,5%	3,8%	4,0%	4,1%	4,4%	4,6%	
EBIT	-67	-25	9	72	116	143	165	183	203	229	
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	12	21	26	30	33	37	42	
Čistý zisk po zdanění	-75	-33	1	52	88	110	128	142	159	179	
NOPAT	-67	-25	9	58	94	116	134	148	165	185	
Odpisy a amortizace	67	53	62	45	52	57	61	64	66	65	
Kapitálové výdaje	52	46	48	56	60	63	65	65	64	63	
% tržeb	2,0%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	
Změna prac. kapitálu	2	21	2	12	13	12	11	6	2	1	
FCFF	-53	-38	21	35	73	98	119	141	165	187	2022
% růst	n.a.	n.a.	n.a.	67%	109%	34%	22%	18%	17%	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	-53	-34	16	24	45	54	59	62	64	65	788

2023 – 2032

Terminální perioda

Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)

Hotovost

Dluh

Tržní kapitalizace

Počet akcií

303 mil. Kč

788 mil. Kč

1091 mil. Kč

171 mil. Kč

84 mil. Kč

1178 mil. Kč

3 mil.

Cílová cena**393 Kč**

Aktuální cena

450 Kč

Upside/downside**-13%**

Zdroj: Patria Finance

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální hodnotě se ukrývá až 72 % 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%	323	333	344	357	370
	13,0%	343	355	367	381	397
	12,5%	365	378	393	409	426
	12,0%	390	404	421	439	460
	11,5%	417	434	453	474	498

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%	-18%	-15%	-12%	-9%	-6%
	13,0%	-13%	-10%	-6%	-3%	1%
	12,5%	-7%	-4%	0%	4%	9%
	12,0%	-1%	3%	7%	12%	17%
	11,5%	6%	10%	15%	21%	27%

Zdroj: Patria Finance

Na závěr ještě podotkneme, že **probíhající SPO má na cílovou cenu jen minimální valuační vliv**, a to z toho důvodu, že navýšení počtu akcií z 2,5 mil. ks na 3 mil. ks je téměř kompletně kompenzováno navýšením objemu hotovosti na účtech o čistý výnos 212,5 mil. Kč (70 Kč na akcii). Výsledný efekt na cenu jedné akcie je tudíž téměř nulový.

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 0,2 % a její následný růst až na 3,6 % 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.

Druhé riziko, o kterém jsme již mluvili, je **probíhající regionální expanze**. V tomto případě se ale jedná o riziko oběma směry. Nevládnutá 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 současných provozních maržích posunulo valuaci nahoru.

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.

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

Na druhou stranu, po pečlivém zvážení všech faktorů **nepředpokládáme, že by stávajícím akcionářům hrozil další sekundární úpis nových akcií**. Nezačne-li společnost opět agresivně navyšovat kapitálové výdaje, což dle prospektu nemá v plánu, měla by hotovost příští rok ještě jednou poklesnout na cca 120 mil. Kč, a pak začít znovu růst. Vše je samozřejmě podmíněno úspěšným SPO.

FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Celkové tržby	2380	2447	2618	3061	3713
% růst	34%	3%	7%	17%	21%
Tržby online	1972	2127	2346	2802	3446
% růst	48%	8%	10%	19%	23%
Česká republika	1410	1510	1585	1823	2224
Slovensko	488	543	608	711	853
Rumunsko	74	74	76	83	91
Rakousko	0	1	37	89	133
Maďarsko	0	3	40	96	144
Tržby offline	408	321	273	259	267
% růst	-8%	-21%	-15%	-5%	3%

Profitabilita (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Hrubý zisk	238	260	260	311	383
Hrubá marže	10,0%	10,6%	9,9%	10,2%	10,3%
EBITDA	29	-1	-1	26	69
EBITDA marže	1,2%	0,0%	-0,1%	0,9%	1,9%
Čistý zisk	-26	-66	-75	-33	1
Čistá marže	-1,1%	-2,7%	-2,9%	-1,1%	0,0%
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10,3	-18,8	-30,0	-13,0	0,3

Rozvaha (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktiva	589	606	736	734	788
Dlouhodobý majetek	175	197	200	192	175
Oběžná aktiva	412	405	536	542	613
Hotovost	72	21	171	123	137
Pasiva	589	606	736	734	788
Vlastní kapitál	204	140	290	258	258
Celkový dluh	21	85	84	83	82
Závazky z obch. styku	348	352	349	386	440
Rezervy	15	8	10	10	10
Menšinové podíly	0	-1	0	0	0

Cashflow (mil. Kč)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NOPAT	-14	-48	-67	-25	9
Daňová sazba	0%	0%	0%	19%	19%
Odpisy a amortizace	35	53	67	53	63
Kapitálové výdaje	-82	-77	-52	-46	-48
Změna pracovního kapitálu	-6	21	2	21	2
Volný cashflow (FCFF)	-57	-115	-53	-38	21

Valuace	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EV/Sales	0,46	0,45	0,42	0,36	0,29
EV/EBITDA	37,6	n.a.	n.a.	41,2	15,8
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1470,0

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 Skupina 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 Křikava, 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 firem 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 (přepočítáno)

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),
Pilulka	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)

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 nekonzistentní 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 („eminenta“);
- (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 veřejně 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

PINK CP

Střet zájmů

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 nevládní 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.

