

Pilulka.cz

Recese jako další výzva

10. října 2022

Česká republika

Maloobchod

mil. Kč	2021	2022E	2023E	2024E
Tržby	2380	2693	3185	3967
% růst	34%	13%	18%	25%
EBITDA	29	-7	11	43
EBITDA marže	1,2%	-0,3%	0,3%	1,1%
NOPAT	-14	-37	-25	1
Kapitálové výdaje	-82	-50	-64	-67
Odpisy a amortizace	35	31	38	44
WACC	n.a.	10,6%	10,6%	10,6%
FCFF	-57	-36	-28	-3
Celkový dluh	21	20	20	30

Pro rok 2022 byly příznačné především **eskalující inflační problémy** způsobené mezi jiným i ruskou invazí na Ukrajinu. V odpovědi na to centrální banky zrychlily **cyklus zvedání úrokových sazeb** snažíce se tlumit rostoucí ceny alespoň na poptávkové straně ekonomiky. K problémům e-commerce se tím přidalo i **všeobecné zpomalení poptávky a hrozící recese**. Pilulka v tomto nebyla žádnou výjimkou. Horší předpokládaná dynamika růstu tržeb a vyšší diskontní míra WACC nás nutí **snížit cílovou cenu ze 677 Kč na 597 Kč s doporučením PRODAT**.

- ◆ Český maloobchod přes internet je v běžných i v stálých cenách **nadále pod dlouhodobým trendem**.
- ◆ Management **snížil výhled pro tržby v tomto roce** z 2,8 mld. Kč na 2,7 mld. Kč. Meziroční růst tedy zpomalil z loňských 34 % na 13 % proti původně plánovaným +18 %.
- ◆ Management představil svůj **plán pro expanzi do Maďarska, Rakouska a Německa**, který by se měl opírat o hybridní model s minimální logistickou stopou.
- ◆ **Do modelu tak opět vrátíme Maďarsko**, avšak s výrazně pozvolnějším nárůstem tržeb než v původních modelech. U Rakouska a Německa si počkáme na další detaily.
- ◆ Expanze představuje zároveň **riziko z pohledu jejího financování**. V případě nedostatečných interních zdrojů management zvažuje také sekundární úpis akcií.
- ◆ Kvůli hrozící recesi snižujeme růsty tržeb v letech 2023 a 2024. Výsledkem je **průměrný roční růst tržeb CAGR mezi roky 2022 a 2031 mírně nad 12 %** na 7,7 mld. Kč v roce 2031.
- ◆ Valuaci zatěžuje také **zvýšení diskontní sazby WACC z 10,2 % na 10,6 %** kvůli vyšší předpokládané bezrizikové úrokové míře a vyššímu equity risk premium.

Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu se proto posouvá **z 677 Kč na 597 Kč za akcii** a při současné ceně 770 Kč za akcii (-22 %) **odpovídá doporučení PRODAT**.

PRODAT

6M Cílová cena	597 Kč
Předešlá cílová cena	677 Kč
6M Dividenda	0 Kč
Současná cena	770 Kč
12M Celkový výnos	-22 %

ISIN CZ0009009874
Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 1,93 mld. Kč
Počet akcií 2,5 mil.
Free-float 32 %

Výnos **1M 3M 12M**
Absolutní -15,2% -36,0% -47,6%
Rel. k PX Index -18,7% -33,2% -40,5%

12M výkon vs. index:



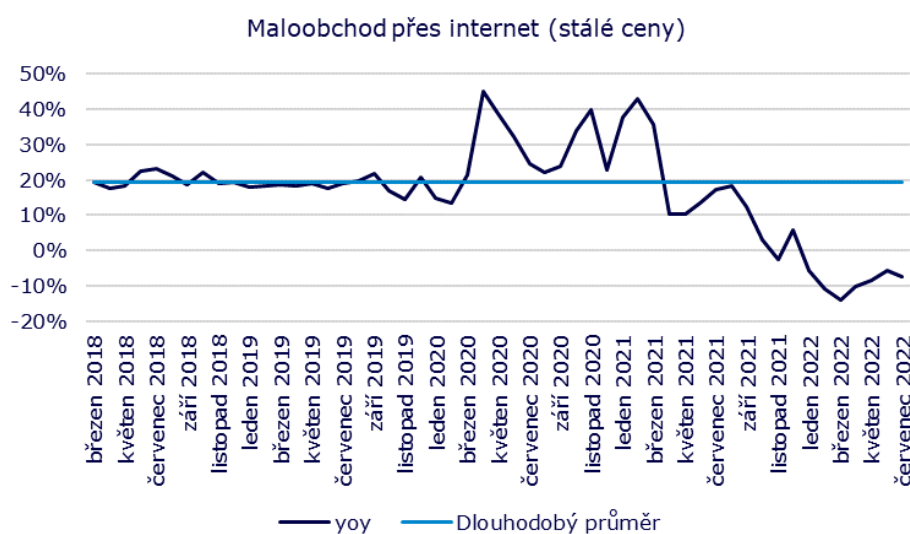
Ján Hladký
Equity Analyst
+420 221 424 183
hladky@patria.cz

TRŽNÍ PROSTŘEDÍ

Inflační problémy a strach z recese se přidávají ke problémům e-commerce

Rok 2022 se nesl ve znamení **eskalujících inflačních problémů** způsobených mezi jinými i ruskou invazí na Ukrajinu. Ta vyšponovala ceny zemního plynu, ropy, uhlí a následně i elektřiny. Tlak rostoucích cen se následně prolil do celé ekonomiky a přinutil centrální banky **razantně zvednout úrokové sazby** a ochladit poptávkovou stranu ekonomiky. Základní úroková sazba v ČR se vyšplhala až na 7 %, což je nejvyšší hodnota od 90. let.

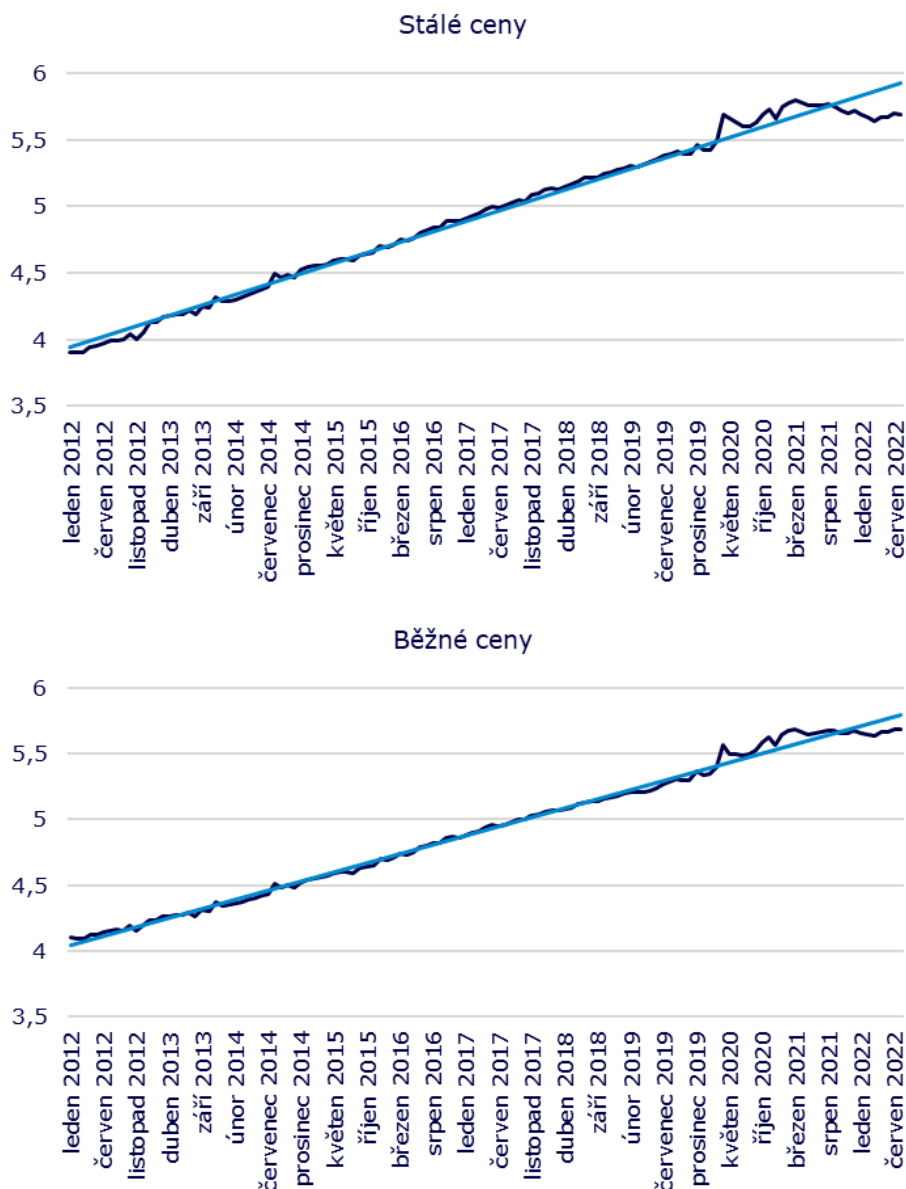
Ke všeobecnému zpomalení aktivity v e-commerce, o němž jsme psali v květnu, se tak k problémům online maloobchodu připojil i **strach z přicházející recese a omezení výdajů na osobní spotřebu**. Dokládají to ostatně i data Českého statistického úřadu o českém maloobchodu přes internet, jak je vidět na meziročním vývoji prodeje na grafu níže.



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.** Tato korekce se navíc kvůli hrozící recesi postupně natahuje.

Ve stejné logice pak pokračujeme i v načrtnutí výhledu pro tento segment trhu: Po jednom až dvou letech pod-trendové dynamiky by se mělo dostavit zrychlení, které vrátí tržby v e-shopech zpět na trend.



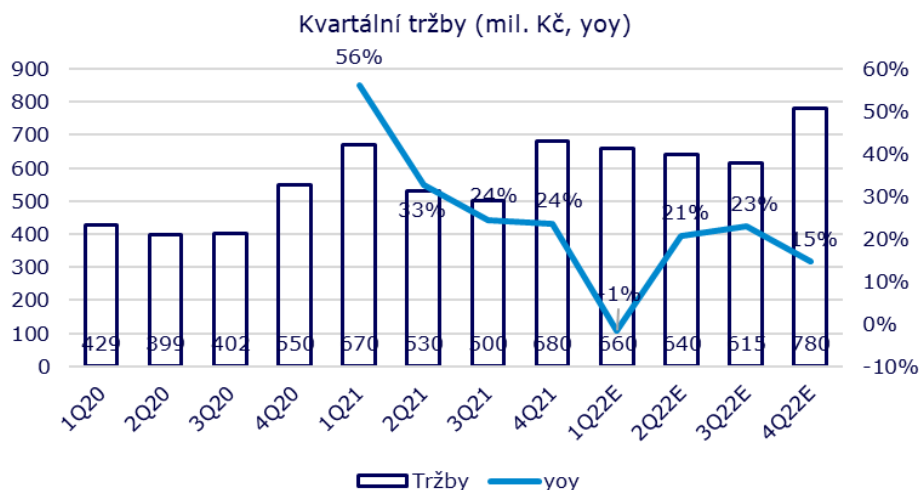
Zdroj: CZSO, Patria Finance

PILULKA V ROCE 2022

Management snížil výhled tržeb pro tento rok z 2,8 na 2,7 mld. Kč

Obdobně se situace vyvíjela i v případě samotné Pilulky. Po loňském překotném růstu došlo k značnému zpomalení a tržby za první polovinu roku narostly jen o 10 % yoy na 1,3 mld. Kč. Spolu s tím **poklesl i odhad managementu pro tržby pro celý rok 2022 z 2,8 mld. Kč na 2,7 mld. Kč**. Meziroční růst tedy dosáhne místo 18 % jen 13 %, přičemž loni dosahoval 34 %. Nutno však podotknout, že letošní plánované tržby se nyní shodují s IPO prospektem.

Na následujícím grafu lze vidět námi odhadovaný rozpad tržeb na jednotlivé kvartály. U odhadů pro rok 2022 vycházíme z publikovaných výsledků za 1H22, prognóz managementu a vyjádření společnosti k 1Q22 a 2Q22.



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Kromě toho Pilulka **pokračovala v rozvoji svých startupových aktivit**. Posledním počinem v tomto směru je vstup do Vitadio, platformy poskytující podporu lidem s cukrovkou v oblasti životosprávy a zlepšení kontroly diabetu 2. typu. Ty však do našeho modelu prozatím nevstupují.

ZAHRAŇIČNÍ EXPANZE

Pilulka expanduje do zahraničí s minimální logistickou přítomností

V rámci podzimního START Day 2022 management upřesnil plán **pro letošní expanzi na zahraniční trhy Maďarska, Rakouska a Německa**. V Maďarsku je Pilulka od letošního podzimu již aktivní, pokračovat bude Rakousko a ve hře je v budoucnu i Německo. Prim momentálně hraje jakási **hybridní verze expanze**, která počítá jen s minimální logistickou přítomností. Trhy by měly být obsluhovány primárně ze Slovenska (Maďarsko) a ČR (Rakousko).

Do naší valuace jsme **prozatím zahrnuli jen Maďarsko**, u něhož očekáváme výrazně pozvolnější nárůst tržeb (ale také menší dopad do nákladovosti), než tomu bylo v původních oceňovacích modelech v loňském roce. Důvodem je právě zmiňovaný hybridní model. V případě Rakouska neumíme odhadnout sílu nástupu a počkáme si tedy na konkrétnější odhady a čísla od managementu. To samé platí pro Německo.

Pro akcionáře Pilulky představuje expanze **riziko zároveň z pohledu jejího financování**. Ke konci loňského roku měla Pilulka na rozvaze přibližně 70 mil. Kč v hotovosti, která se dle našich odhadů stáhne na 33 mil. Kč ke konci tohoto roku. Financování z vnitřních zdrojů je proto značně omezené, i když dle vyjádření managementu prozatím stačí.

Management ale zároveň potvrdil naše květnové odhady, že **v případě potřeby externího financování bude preferovat spíše úpis akcií na sekundárním trhu**. Ty budou pravděpodobně nabídnuty s diskontem vůči jakékoliv aktuální tržní ceně, což bude mít samozřejmě negativní dopad na cenu akcií. Zároveň by došlo k naředění stávajících akcionářů.

Tento scénář však do naší cílové ceny **prozatím nijak nepromítáme**, jedná se jen o námi vnímané negativní riziko.

ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU

Do prognóz tržeb se vrací maďarský trh, celková dynamika se však zhoršuje

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. Vzhledem k vývoji v roce 2022 jsme ale přistoupili k několika výrazným změnám v našem oceňovacím modelu.

Do prognóz tržeb opět zahrnujeme i maďarský trh, který měl dle našich původních úvah generovat v roce 2030 cca 1 mld. Kč tržeb. V této chvíli jsme ale i kvůli zmiňovanému hybridnímu modelu výrazně konzervativnější a pro rok 2031 očekáváme jen 300 mil. Kč. Na druhou stranu, **první léta expanze nevytváří v našich odhadech nákladové tlaky**, jak tomu bylo předtím.

V případě ostatních regionů jsme kvůli slabšímu letošku a většímu riziku recese upravili plánované růsty tržeb v letech 2023 a 2024 mírně dolů. Výsledkem našich prognóz **je očekávaný průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2022 až 2031 mírně nad 12 % až na hodnotu 7,7 mld. Kč v roce 2031**. Náš květnový předpoklad byl o 400 mil. Kč výš. Následující tabulka shrnuje naše aktuální předpoklady (tržby online zahrnují i tržby z doplňkových služeb):

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: Pilulka.cz, Patria Finance

WACC

Diskontní míru pro všechna období jsme stanovili na 10,6 %

Spolu s růstem úrokových sazeb došlo k výraznému nárůstu výnosů českých vládních dluhopisů. Výnos dluhopisu s 10letou splatností, od něhož odvozuje bezrizikovou úrokovou míru, je nad 5 % a **kvůli přetrvávajícím inflačním problémům se bude dolů vracet pomaleji, než jsme v květnu čekali**.

S přihlédnutím k tomu jsme **navýšili bezrizikovou úrokovou míru**, kterou používáme pro výpočet diskontní míry (WACC) **z 3 % na 3,3 %**. Tato hodnota podle nás lépe odráží prostředí vyšších úrokových sazeb, než na jaké jsme byli zvyklí v předešlých letech.

Samotnou diskontní míru **WACC navyšujeme z 10,2 % na 10,6 %**. Kromě vyšší bezrizikové úrokové míry se do ní promítají i vyšší náklady cizího kapitálu a *equity risk premium*. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

WACC	10,6%
Náklady cizího kapitálu	9,5%
Daňová sazba	19%
Celkový dluh	20 mil. Kč
Váha dluhu	1,0%
Bezriziková úr. míra	3%
Beta	1,25
Upravená beta (relevered)	1,18
Equity risk premium (ERP)	4,8%
Country risk premium (CRP)	0,6%
Náklady vlastního kapitálu	9,6%
Tržní kapitalizace	1,925 mld. Kč
Váha vlastního kapitálu	99,0%
Přirážka za likviditu	1%

Zdroj: Patria Finance

DCF MODEL

Snižujeme cílovou cenu a necháváme doporučení PRODAT

Pro potřeby DCF ocenění modelujeme zvlášť roky 2022 až 2031. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Po promítnutí všech zohledněných faktorů do DCF modelu **snížujeme cílovou cenu Pilulky z 677 Kč na 597 Kč na akcii**. Za snížením je ve stejné míře vyšší diskontní míra WACC i růst předpokládaný růst tržeb a užší marže. **Vzhledem k aktuální tržní ceně 770 Kč ponecháváme doporučení PRODAT**. Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

mil. Kč	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminál
Tržby	2693	3185	3967	4995	5745	6399	6860	7249	7493	7738	
% růst	13%	18%	25%	26%	15%	11%	7%	6%	3%	3%	
Hrubý zisk	265	310	392	501	581	657	699	732	757	789	
Hrubá marže	9,8%	9,7%	9,9%	10,0%	10,1%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,2%	
EBITDA	-7	11	43	96	152	218	254	284	305	333	
% růst	n.a.	n.a.	299%	123%	57%	44%	17%	12%	7%	9%	
EBITDA marže	-0,3%	0,3%	1,1%	1,9%	2,6%	3,4%	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%	
EBIT	-37	-25	1	46	92	149	177	198	216	240	
Úrokové náklady	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
Daňová sazba	0%	0%	0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Daň	0	0	0	8	17	28	33	37	40	45	
Čistý zisk po zdanění	-38	-26	-1	36	73	119	142	159	173	192	
NOPAT	-37	-25	1	38	75	121	144	161	175	194	
Odpisy a amortizace	31	38	44	52	61	71	79	88	91	95	
Kapitálové výdaje	50	64	67	75	83	90	93	94	94	93	
% tržeb	1,9%	2,0%	1,7%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	
Změna prac. kapitálu	-19	-23	-19	-15	-13	-10	-7	-7	-3	-4	
FCFF	-36	-28	-3	29	66	112	137	161	176	200	2715
% růst	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	124%	71%	23%	17%	9%	14%	
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Míra dlouhodobého růstu											3%
Diskontní faktor	1,00	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	0,55	0,49	0,45	0,40	
Diskontovaný FCFF	-36	-25	-3	22	44	68	75	79	78	81	1096

2022 – 2031	383 mil. Kč
Terminální perioda	1096 mil. Kč
Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)	1480 mil. Kč
Hotovost	33 mil. Kč
Dluh	20 mil. Kč
Tržní kapitalizace	1493 mil. Kč
Počet akcií	2,5 mil.
Cílová cena	597 Kč

Aktuální cena	770 Kč
Upside/downside	-22%

Zdroj: Patria Finance

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální periodě se ukrývá až 74 % 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	11,6%	465	484	506	530	557
	11,1%	502	524	548	576	608
	10,6%	542	568	597	630	668
	10,1%	588	618	653	692	739
	9,6%	641	676	717	765	822

Zdroj: Patria Finance

Procentuální změna ceny je pak následující:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,6%	-22%	-19%	-15%	-11%	-7%
	11,1%	-16%	-12%	-8%	-3%	2%
	10,6%	-9%	-5%	0%	6%	12%
	10,1%	-1%	4%	9%	16%	24%
	9,6%	7%	13%	20%	28%	38%

Zdroj: Patria Finance

FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Celkové tržby	1780	2380	2693	3185	3967
% růst	44%	34%	13%	18%	25%
Tržby online	1344	1975	2263	2729	3481
% růst	56%	47%	15%	21%	28%
Česká republika	891	1410	1630	1956	2484
Slovensko	406	490	520	598	718
Rumunsko	48	74	105	142	198
Maďarsko	0	0	8	34	81
Offline (ČR)	436	406	430	455	486
% růst	15%	-7%	6%	6%	7%

Profitabilita (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Hrubý zisk	198	238	265	310	392
Hrubá marže	11,1%	10,0%	9,8%	9,7%	9,9%
EBITDA	25	29	-7	11	43
EBITDA marže	1,4%	1,2%	-0,3%	0,3%	1,1%
Čistý zisk	-26	-26	-38	-26	-1
Čistá marže	-1,4%	-1,1%	-1,4%	-0,8%	0,0%
Čistý zisk na akcii (Kč)	-10,3	-10,3	-15,3	-10,6	-0,4

Rozvaha (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Aktiva	498	589	582	625	731
Dlouhodobý majetek	117	175	187	203	218
Oběžná aktiva	378	412	406	422	488
Hotovost	132	72	33	3	7
Pasiva	498	589	582	625	731
Vlastní kapitál	228	204	153	139	163
Celkový dluh	25	21	20	20	30
Závazky z obch. styku	246	326	397	469	554
Menšinové podíly	-10	0	0	0	0

Cashflow (mil. Kč)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
NOPAT	1	-14	-37	-25	1
Daňová sazba	19%	0%	0%	0%	19%
Odpisy a amortizace	21	35	31	38	44
Kapitálové výdaje	-28	-82	-50	-64	-67
Změna pracovního kapitálu	-4	-6	-19	-23	-19
Volný cashflow (FCFF)	-20	-57	-36	-28	-3

Valuace	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EV/Sales	0,83	0,62	0,55	0,46	0,37
EV/EBITDA	58,1	51,1	n.a.	136,9	34,3
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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 analytiky: Michal Křiváka, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

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

Metoda oceňování:

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

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

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

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

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

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

Investiční doporučení Definice

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

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

Financials

Erste Bank	2.9.22 (Buy; EUR 37), 6.9.21 (Buy; EUR 41), 26.8.20 (Buy; EUR 26), 2.4.20 (Under review), 17.10.17 (Accum; EUR 39), 14.3.16 (Accum; EUR 26.5), 21.9.15 (Buy; EUR 30), 30.4.15 (Buy; EUR 28), 26.1.15 (Buy; EUR 24)
Komerční Banka	2.9.22 (Buy; CZK 866), 6.9.21 (Buy; CZK 934), 24.5.21 (Buy; CZK 833), 3.6.20 (Buy; CZK 715), 2.4.20 (Under review), 30.4.19 (Accum; CZK 990), 28.6.18 (Accum; CZK 980), 8.11.16 (Reduce; CZK 820), 3.11.16 (Under review), 14.3.16 (Buy; CZK 1 140*), 23.11.15 (Buy; CZK 1 170*), 30.4.15 (Hold; CZK 1 120*)
Moneta	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	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	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 tipy 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	Střet zájmů	
PINK CP		
Investiční doporučení	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	54,5%	0,00%
AKUMULOVAT	9,1%	0,00%
DRŽET	9,1%	0,00%
REDUKOVAT	0,0%	0,00%
PRODAT	9,1%	0,00%
V REVIZI / OSTATNÍ	18,2%	0,00%

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

Odměna analytiků:

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

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

Rizika a další všeobecné informace:

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

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

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

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoli finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit nebo 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.

