

Pilulka.cz

Nižší diskont zvedá valuaci

11. listopadu 2021

Česká republika

Maloobchod

mil. Kč	2020	2021E	2022F	2023F
Tržby	1780	2300	2780	3303
% růst	44%	29%	21%	19%
EBITDA	22	20	44	72
EBITDA marže	1,3%	0,9%	1,6%	2,2%
NOPAT	n.a	-4	11	27
Kapitálové výdaje	28	46	54	64
Odpisy a amortizace	19	23	30	38
WACC	n.a.	9,3%	9,3%	9,3%
FCF	-20	-41	-19	-19
Celkový dluh	25	26	27	28

Uplynulý turbulentní rok se nesl ve znamení návratu k normálnímu životu a vymaňování se z lockdownů. **To ovšem zpomalilo růst internetového obchodu v celé ČR, Pilulku nevyjímaje.** Management proto přistoupil ke snížení výhledu tržeb pro tento kalendářní rok a ke stažení výhledu EBITDA marže. Na druhou stranu, tato negativa **byla primárně vyvážena nižší diskontní sazbou WACC**, která v případě ocenění růstových společností klíčová. Proto **zvedáme cílovou cenu akcií Pilulka z 804 Kč na 968 Kč na akcii, ale ponecháváme doporučení PRODAT.**

- ◆ Meziroční růst kvartálních tržeb Pilulky **zpomalil z 56 % yoy v 1Q21 na očekávaných 9 % ve 4Q21** (dopočteno z výhledu managementu pro celý rok 2021).
- ◆ Management **snížil výhled tržeb v tomto roce** z 2,5 mld. Kč na 2,3 mld. Kč (+30 % yoy). Došlo také na **stažení výhledu pro EBITDA marži**, který byl původně 1,6 %.
- ◆ Na neurčitou dobu byla **opuštěna plánovaná regionální expanze do Maďarska**. Společnost se bude více soustřeďovat na rozvoj domácího online trhu a startupových aktivit.
- ◆ Dle našich aktualizovaných odhadů bude **průměrný roční růst tržeb CAGR mezi roky 2021 až 2030 kolem 13 %** a v roce 2030 dosáhnou tržby 6,8 mld. Kč.
- ◆ Upravujeme také **prognózu pro EBITDA marži směrem nahoru** (ze 4,7 % v roce 2030 na 6 %) kvůli zaměření na domácí trh a vyšším úsporám z rozsahu.
- ◆ Valuace ale těží především ze **snížení diskontní sazby WACC z 9,8 % na 9,3 %** kvůli nižšímu equity risk premium a country risk premium.
- ◆ **82 % hodnoty společnosti zůstává v terminální periodě**, proto je pokles WACC pro valuaci klíčový.

Cílová cena vyplývající z našeho DCF modelu se proto posouvá **z 804 Kč na 968 Kč za akcii** a při současné ceně 1650 Kč za akcii (-41 %) **odpovídá doporučení PRODAT.**

PRODAT

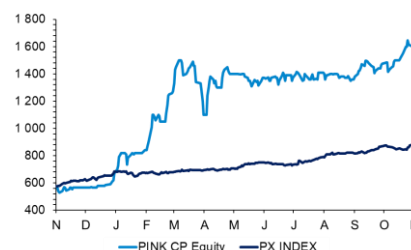
6M Cílová cena	968 Kč
Předešlá cílová cena	804 Kč
6M Dividenda	0 Kč
Současná cena	1650 Kč
12M Celkový výnos	-41 %

ISIN CZ0009009874
Bloomberg PINK CP EQUITY

Tržní kapitalizace 4,13 mld. Kč
Počet akcií 2,5 mil.
Free-float 32 %

Výnos **1M 3M 12M**
Absolutní +11,9% +17,9% +187%
Rel. k PX Index +10,9% +6,2% +129%

12M výkon vs. index:



Ján Hladký

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

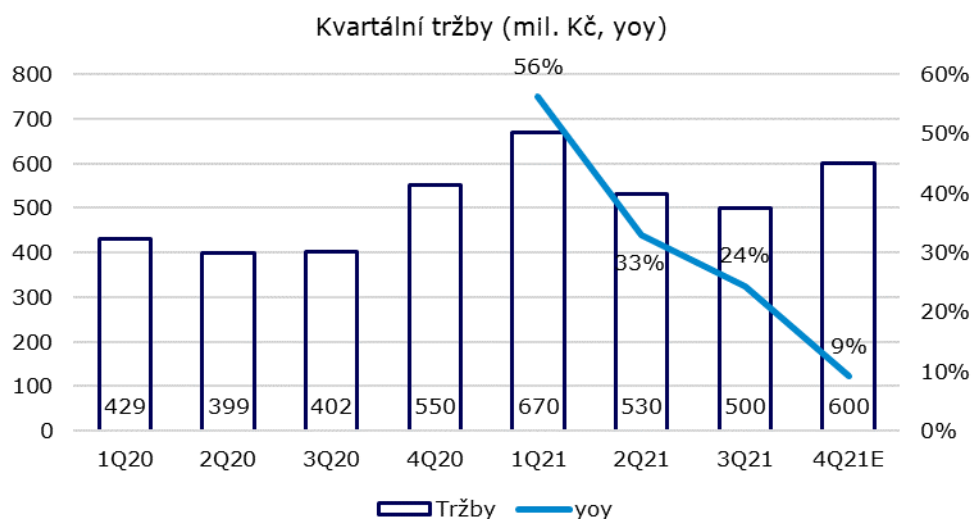
SHRUTÍ ROKU 2021

Uvolnění lockdownů zpomalilo růst internetového obchodu i Pilulky.

Uplynulý rok se nesl ve znamení postupného **vymaňování se z koronavirových lockdownů**. Navzdory tomu, že delta varianta páchala v zahraničí na lidech další a další škody, **ekonomika se díky vakcinacím mohla postupně vrátit k relativnímu normálu**. V České republice pak bylo léto ve srovnání se zahraničím až překvapivě klidné bez nárazových epidemických vln.

Tento návrat k normálu však neprospěl každému a **jedním ze zasažených sektorů byl i loňský vítěz, e-commerce**. Koronavirová pandemie možná způsobila dlouhodobý posun ve spotřebitelském chování směrem k digitálnímu nakupování, nicméně dohnat loňský růst bez dalších lockdownů je nespílitelný úkol. Dokazuje to mimo jiné i analýza společnosti Heureka, dle které se meziroční **růst e-commerce v ČR v létě 2021 propadl zpátky k dlouhodobému trendu +20 % yoy**, zatímco během zimních měsíců dosahoval +90 % yoy.

Zpomalení se proto nevyhnulo ani samotné Pilulce. Jak ukazuje graf níže, **meziroční růst tržeb během jednotlivých kvartálů poklesl z 56 % yoy v 1Q21 až na očekávaných 9 % v 4Q21** (očekávání je določteno z výhledu managementu pro celý rok 2021).



Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Management snížil výhled tržeb pro tento rok a opustil od výhledu EBITDA marže.

Spolu s tím poklesly odhady samotného managementu pro celý rok 2021. Po silných zimních měsících představila společnost na jarním START Day pražské burzy výhled tržeb ve výši 2,5 mld. Kč (+40 % yoy). EBITDA marže měla dosáhnout 1,6 %, neboli 40 mil. Kč. **Na podzimním START Day byl ale tento výhled posunut níž na 2,3 mld. Kč (+30 % yoy) a výhled pro EBITDA marži byl stažen úplně**. Zároveň je ale nutno podotknout, že letošní plánované tržby jsou pořád o 150 mil. Kč výš, než udával plán v prospektu k IPO.

Management také na neurčitou dobu **opustil plánovanou regionální expanzi do Maďarska**, která měla začít v tomto roce. Zdá se tedy, že se bude spíše soustředit na rozvoj domácího trhu ve svých jádrových aktivitách online prodeje léků, a také v nových projektech startupového charakteru (Property Blocks).

ZMĚNY V OCEŇOVACÍM DCF MODELU

Do prognóz tržeb již nezahrnujeme maďarský trh.

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 2021 jsme ale přistoupili k několika výrazným změnám v našem oceňovacím modelu.

Do prognóz tržeb již nezahrnujeme maďarský trh, který měl dle našich předešlých úvah generovat v roce 2030 cca 1 mld. Kč tržeb. Dále jsme kvůli sníženému výhledu na tento rok, absenci Maďarska a pomalejší e-commerce snížili i námi předpokládané online tržby na příští i další roky. Výsledkem našich prognóz **je očekávaný průměrný roční růst (CAGR) tržeb mezi roky 2021 až 2030 kolem 13 % až na hodnotu 6,8 mld. Kč v roce 2030** (původně 8 mld. Kč). Následující tabulka shrnuje naše aktuální předpoklady (tržby online zahrnují i tržby z doplňkových služeb):

mil. Kč	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Celkové tržby	2300	2780	3303	4076	4756	5282	5795	6253	6639	6836
% růst	29%	21%	19%	23%	17%	11%	10%	8%	6%	3%
Tržby online	1900	2320	2816	3556	4220	4729	5224	5663	6031	6209
% růst	41%	22%	21%	26%	19%	12%	10%	8%	6%	3%
Česká republika	1230	1500	1792	2205	2556	2742	2911	3060	3184	3312
Slovensko	570	650	746	932	1098	1263	1437	1605	1778	1807
Rumunsko	100	170	278	419	566	724	876	999	1069	1090
Tržby offline (ČR)	400	460	487	520	537	554	571	589	608	627

Zdroj: Pilulka.cz, Patria Finance

Zvedáme prognózu EBITDA marže, upravujeme pracovní kapitál a snižujeme WACC.

Na druhou stranu, regionální expanze nikdy není zadarmo a rozvoj Maďarska by musela společnost financovat z tržeb větších divizí. To by mělo negativní dopad na profitabilitu. Zároveň uvažujeme, že zaměření na Českou republiku umožní managementu lépe pracovat s nákladovými položkami a lépe tak využít úspory z rozsahu. **Z těchto důvodů nyní předpokládáme v příštích letech rychlejší růst EBITDA marže, a to až na 6 % v roce 2030** (původně 4,7 %). Naše vlastní prognóza pro letošek pak počítá s 0,9 %, neboli 20 mil. Kč.

Třetí výraznější úpravou je pracovní kapitál, který by měl spolu s rozvojem byznysu **zaznamenat největší růst mezi lety 2023 až 2026, načež se začne pomalu normalizovat**. Takovýto předpokládaný vývoj dle našeho úsudku lépe reflektuje hlavní růstové období Pilulky.

Největší pozitivní dopad na cílovou cenu má ale snížení diskontní sazby (WACC) o 0,5 p.b. na 9,3 %. kvůli nižší equity risk premium a country risk premium (více níže).

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI

Zůstáváme u ocenění metodou DCF.

Ocenění Pilulky pomocí metody diskontovaných peněžních toků je samozřejmě založeno na předpokládaném budoucím vývoji. Jelikož však Pilulku pokládáme za růstovou společnost, **terminální hodnota má na celkovém ocenění větší váhu než je běžné u zaběhnutých společností**. Kvůli tomu jsou valuace a

cílová cena akcií vysoce sensitivní na předpokládanou míru růstu v terminální periodě a na požadovanou návratnost vlastního kapitálu.

WACC

Diskontní míru pro všechna období jsme stanovili na 9,3 %.

Jako diskontní míru **používáme vážený průměr nákladů kapitálu (WACC)** stanovený na 9,3 %. Ve srovnání s předešlým modelem se WACC posunul níž o 0,5 p.b. kvůli nižším ERP, CRP a nižší betě. Následující tabulka ukazuje jednotlivé proměnné použité při výpočtu:

WACC	9,3%
Náklady cizího kapitálu	4,4%
Daňová sazba	19%
Celkový dluh	26 mil. Kč
Váha dluhu	0,6%
Bezriziková úr. míra	2%
Beta	1,23
Upravená beta (relevered)	1,19
Equity risk premium (ERP)	4,9%
Country risk premium (CRP)	0,5%
Náklady vlastního kapitálu	8,3%
Tržní kapitalizace	4,125 mld. Kč
Váha vlastního kapitálu	99,4%
Přirážka za likviditu	1%

Zdroj: Patria Finance

DCF MODEL

Zvyšujeme cílovou cenu z 804 Kč na 968 Kč, nicméně ponecháváme doporučení PRODAT.

Pro potřeby DCF ocenění modelujeme zvlášť roky 2021 až 2030. Ty jsou pak následovány terminální periodou. Po promítnutí všech zohledněných faktorů do DCF modelu **zvyšujeme cílovou cenu Pilulky z 804 Kč na 968 Kč na akcii. Vzhledem k aktuální tržní 1650 Kč ponecháváme doporučení PRODAT.** Následující tabulka shrnuje náš DCF model:

mil. Kč	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminál
Tržby	2300	2780	3303	4076	4756	5282	5795	6253	6639	6836	
% růst		21%	19%	23%	17%	11%	10%	8%	6%	3%	
Hrubý zisk	243	304	374	476	574	658	745	829	908	963	
Hrubá marže	10,6%	11,0%	11,3%	11,7%	12,1%	12,5%	12,9%	13,3%	13,7%	14,1%	
EBITDA	20	44	72	120	160	205	255	309	364	413	
% růst		119%	64%	68%	34%	28%	24%	21%	18%	14%	
EBITDA marže	0,9%	1,6%	2,2%	2,9%	3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	5,5%	6,0%	
EBIT	-3	14	34	78	113	150	193	238	285	328	
Úrokové náklady	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Daň	0	2	6	15	21	28	36	45	54	62	
Čistý zisk po zdanění	-4	10	26	62	90	121	155	192	230	264	
NOPAT	-4	11	27	63	91	122	156	193	231	266	
Odpisy a amortizace	23	30	38	42	48	55	62	70	78	85	
Kapitálové výdaje	46	54	64	67	71	77	81	84	86	85	
% tržeb	2,0%	1,9%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	
Změna prac. kapitálu	14	6	20	14	11	15	19	8	8	6	

FCFF	-41	-19	-19	24	56	85	118	171	216	259	4242
% růst					132%	52%	39%	44%	26%	20%	
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Míra dlouhodobého růstu											3%
Diskontní faktor	1,00	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	
Diskontovaný FCFF	-41	-17	-16	19	39	55	69	92	106	117	1905

2021 – 2030	422 mil. Kč
Terminální perioda	1905 mil. Kč
Enterprise value (suma diskontovaných FCFF)	2327 mil. Kč
Hotovost	118 mil. Kč
Dluh	26 mil. Kč
Tržní kapitalizace	2419 mil. Kč
Počet akcií	2,5 mil.
Cílová cena	968 Kč

Aktuální cena	1 650 Kč
Upside/downside	-41%

Zdroj: Patria Finance

Navzdory tomu, že jsme modelované období natáhli na 10 let, **v terminální periodě se ukrývá až 82 % 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	10,3%	794	841	896	960	1036
	9,8%	825	874	931	998	1077
	9,3%	857	908	968	1037	1120
	8,8%	891	944	1006	1079	1165
	8,3%	926	982	1046	1122	1212

Zdroj: Patria Finance

Procentuální změna ceny je pak následující:

		Míra dlouhodobého růstu				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,3%	-18%	-13%	-7%	-1%	7%
	9,8%	-15%	-10%	-4%	3%	11%
	9,3%	-11%	-6%	0%	7%	16%
	8,8%	-8%	-2%	4%	11%	20%
	8,3%	-4%	1%	8%	16%	25%

Zdroj: Patria Finance

FINANČNÍ UKAZATELE

Tržby (mil. Kč)	2019	2020	2021E	2022F	2023F
Celkové tržby	1239	1780	2300	2780	3303
% růst		44%	29%	21%	19%
Tržby online	861	1344	1900	2320	2816
% růst		56%	41%	22%	21%
Česká republika	589	891	1230	1500	1792
Slovensko	252	406	570	650	746
Rumunsko	20	48	100	170	278
Offline (ČR)	378	436	400	460	487
% růst		15%	-8%	15%	6%

Profitabilita (mil. Kč)	2019	2020	2021E	2022F	2023F
Hrubý zisk	127	198	243	304	374
Hrubá marže	10,3%	11,1%	10,6%	11,0%	11,3%
EBITDA	-24	22	20	44	72
EBITDA marže	-1,9%	1,3%	0,9%	1,6%	2,2%
Čistý zisk	-51	-26	-4	10	26
Čistá marže	-4,1%	-1,4%	-0,2%	0,4%	0,8%
Čistý zisk na akcii (Kč)	-20,3	-10,3	-1,7	4,0	10,6

Rozvaha (mil. Kč)	2019	2020	2021E	2022F	2023F
Aktiva	345	498	571	643	748
Dlouhodobý majetek	113	117	156	179	205
Oběžná aktiva	226	378	415	464	543
Hotovost	10	132	118	102	89
Pasiva	345	498	571	643	748
Vlastní kapitál	38	228	237	255	291
Celkový dluh	76	25	26	27	28
Závazky z obch. styku	202	251	318	377	449
Menšinové podíly	-6	-10	-10	-15	-20

Cashflow (mil. Kč)	2019	2020	2021E	2022F	2023F
NOPAT	n.a.	n.a.	-4	11	27
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%
Odpisy a amortizace	19	19	23	30	38
Kapitálové výdaje	49	28	46	54	64
Pracovní kapitál	15	-5	-17	-11	9
Volný cashflow (FCFF)	-71	-20	-41	-19	-19

Valuace	2019	2020	2021E	2022F	2023F
EV/Sales	1,88	1,31	1,01	0,84	0,70
EV/EBITDA	n.a.	103,6	116,5	53,2	32,5
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	238,7	91,3

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

Informace pro klienty skupiny Patria

Právní upozornění týkající se prezentace investičních doporučení 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.

Sektor	Doporučení (datum, cílová cena)
Financials	
Erste Bank	26.8.20 (Koupit; EUR 26), 2.4.20 (V revizi), 17.10.17 (Akum; EUR 39), 14.3.16 (Akum; EUR 26.5), 21.9.15 (Koupit; EUR 30), 30.4.15 (Koupit; EUR 28), 26.1.15 (Koupit; EUR 24)
Komerční Banka	24.5.21 (Buy, CZK 833), 3.6.20 (Koupit, CZK 715), 2.4.20 (V revizi), 30.4.19 (Akum, CZK 990), 28.6.18 (Akum, CZK 980), 8.11.16 (Redukovat, CZK 820), 3.11.16 (v revizi), 14.3.16 (Koupit; CZK 1 140*), 23.11.15 (Koupit, CZK 1 170*), 30.4.15 (Držet; CZK 1 120*)
Vienna Insurance Group	1.9.16 (Držet, EUR 18.5), 22.10.15 (U/R), 19.9.14 (Držet; EUR 39.5), 19.8.13 (Akum; EUR 42.5), 28.1.13 (Držet; EUR 37.5), 7.12.12 (Držet; EUR 40)
Moneta	4.6.20 (Koupit, CZK 72), 2.4.20 (V revizi), 22.11.19 (Koupit, CZK 86), 25.3.19 (Koupit, CZK 83), 2.5.18 (Koupit, CZK 86.8), 6.5.16 (Koupit, CZK 83)
OTP Bank Nyrt.	2.4.20 (V revizi), 8.1.20 (Akum, HUF 15,500), 26.6.19 (Akum, HUF 12,501)
* zohledněn split 1:5 (přepočítáno)	
Telecoms	
O2CR	12.4.2021 (BUY, CZK 336), 11.3.19 (Akumulovat, CZK 249), 5.6.18 (Držet; CZK 250), 6.2.17 (Koupit, CZK 286), 28.7.16 (Koupit, CZK 265), 23.2.16 (Koupit; CZK 301), 22.10.15 (U/R)
Utilities	
CEZ	8.4.20 Koupit; CZK 545), 12.7.18 (Redukovat; CZK 526), 17.3.17 (Redukovat; CZK 395), 15.10.15 (Akum; CZK 555), 10.4.14 (Držet; CZK 625), 23.3.14 (Držet; CZK 600), 12.2.14 (Držet; CZK 600)
Consumer Staples	
Philip Morris	30.9.20 (V revizi), 8.10.19 (Akum; CZK 15 200), 13.10.15 (Držet; CZK 11 850), 17.2.15 (Akum; CZK 11 000), 17.10.14 (Koupit; CZK 11 000), 19.9.14 (Akum; CZK 11 000)
Pegas Nonwovens	9.2.16 (Akum; CZK 800), 30.9.15 (Suspended), 15.5.15 (Akum; CZK 800), 14.3.14 (Akum; CZK 664), 20.1.14 (Držet; CZK 560)
Pilulka	30.3.21 (Prodat; CZK 804); 11.11.21 (Prodat; CZK 968)
IT	
CD Projekt	12.05.21 (Koupit; PLN 217), 21.12.20 (Koupit; PLN 303), 15.1.20 (Prodat; 229), 18.12.2019 (V revizi), 15.05.19 (Prodat; PLN 159), 28.6.18 (Držet; PLN 149), 9.4.18 (Koupit; PLN 133)
Avast	22.9.20 (Držet GBp 496), 26.2.20 (Akumulovat GBp 478), 3.10.19 (Koupit; GBp 440), 24.9.18 (Koupit; GBp 333)
Consumer Cyclical	
CETV	6.11.19 (Držet; USD 4.58), 13.8.19 (Redukovat; USD 4.22), 19.2.19 (Akumulovat; USD 3.7), 1.11.13 (Prodat; USD 1.9), 3.5.13 (Prodat; USD 3.1), 8.3.13 (Prodat; USD 4.6), 1.12.12 (Prodat; USD 5.3)

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

jsou uveřejněny zde:

Společnost**Střet zájmů**

PINK CP

Investiční doporučení	% z pokrývaných za 12 měsíců	% z pokrývaných se vztahem v investičním bankovníctví za 12 měsíců
KOUPIT	54,5%	0,00%
AKUMULOVAT	9,1%	0,00%
DRŽET	9,1%	0,00%
REDUKOVAT	0,0%	0,00%
PRODAT	9,1%	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 neovládá 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, znalostí, zkušeností, 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.

