

9. 9. 2015

Doporučení: Držet

Cílová cena (12měsíční): 201 Kč

Předchozí doporučení (z 18. 8. 2014): Koupit

Předchozí cílová cena (z 18. 8. 2014): 201 Kč

Za posledních dvanáct měsíců akcie společnosti Pivovary Lobkowicz Group (PLG) naplnila námi indikovaný investiční potenciál a aktuálně se přiblížila k naší cílové ceně ve výši 201 Kč. Přistupujeme tak ke snížení doporučení na tento akciový titul ze stupně „koupit“ na „držet“. V posledních třech měsících byla cena akcie podporována zejména indikovanou změnou vlastníků majoritního 79,4% podílu v PLG, a to za cenu 1,9 mld. Kč. To oceňuje celou společnost na zhruba 2,39 mld. Kč, tedy na cca 204,70 Kč na akcii. Změna vlastníků, resp. koupě majoritního podílu v PLG byla v minulých dnech potvrzena. V nejbližších dnech a týdnech nepředpokládáme výraznější pohyby ceny akcie PLG od hranice 200 Kč, když po vypořádání koupě majoritního podílu by měla následovat povinná nabídka odkupu akcií všem stávajícím akcionářům držících v PLG zbylých 20,6 %, a to podle našeho názoru za cenu blízko 204,70 Kč. Naší cílovou cenu tak prozatím ponecháváme na úrovni 201 Kč. Očekáváme, že noví majoritní vlastníci (velkou část majority ovládne čínská společnost CEFC) seznámí investory s novou strategií a vizí. V návaznosti na to jsme pak připraveni aktualizovat náš pohled na společnost PLG, potažmo na cílovou cenu akcie.

Poslední analýza ze srpna loňského roku je uvedena níže v textu.

18. 8. 2014

Pivovary Lobkowicz Group

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 201 Kč

Základní informace o společnosti

Adresa společnosti:
Hvězdova 1716/2b
Praha 4 140 78

www.pivovary-lobkowicz.cz

Ticker: BAAPLG
Odvětví: výroba piva
Tržní kapitalizace: 2,0 mld. Kč
Závěrečná cena k 15.8.2014: 171,40 Kč
Roční minimum: 155 Kč
Roční maximum: 171,40 Kč

Aktie společnosti je zařazena v bázi indexu PX

Struktura akcionářů:

Palace Capital, a.s.: 51,2 %
GO Solar s.r.o.: 25,17 %
free float (IPO investoři): 20,62 %
management společnosti: 3 %

Graf č.1: Vývoj ceny akcie PLG



Začínáme analyticky pokrývat společnost Pivovary Lobkowicz Group (PLG) s cílovou cenou 201 Kč a investičním doporučením „koupit“. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcie kolem 170 Kč tak očekáváme, v ročním horizontu, zhruba 18% investiční potenciál. Společnost v květnu letošního roku realizovala veřejnou nabídku akcií (IPO) s cílem získat finanční prostředky na svou další fázi expanze. Výnos z této veřejné nabídky činil celkem 405 mil. Kč, z toho přibližně 370 mil. Kč je připraveno na uskutečnění investičních příležitostí. Management společnosti má konkrétně v plánu rozšiřovat distribuční síť o další restaurační zařízení, dále je uvažováno o akvizici středně velkého pivovaru a společnost se chce rovněž více zaměřit na rozšíření svých exportních aktivit. Domníváme se, že PLG má díky prostředkům získaným z IPO potenciál již od letošního roku postupně navyšovat výnosy a ziskovost. Společnost má s expanzí zkušenosti, když v posledních letech se jí dařilo rozšiřovat počet restaurací nabízející její produkty. Podařilo se tak zachytit trend mírného odklonu od "europiv" velkých pivovarnických skupin k pivům a pivním speciálům menších pivovarů. Tento trend se podle našeho názoru ještě nevyčerpal, a proto předpokládáme, že v příštích letech se bude zvyšovat poptávka po pivech PLG s pozitivním dopadem do hospodaření. Společnost má díky investicím z minulých let dostatečnou výrobní kapacitu k tomu, aby mohla flexibilně uspokojovat poptávku po svých produktech. Management plánuje od roku 2017 realizovat dividendovou politiku s dividendových výplatním poměrem 40 – 70 %. Podle našich predikcí bude PLG generovat v budoucnu takovou hotovost, která dovolí realizovat výplatní poměr na horní hraně stanoveného rozpětí, navíc vidíme (vzhledem k naší projekci ziskovosti a cash flow) potenciál posunutí výplaty dividendy i o rok dříve. Očekáváme zhruba 2 – 2,5% dividendový výnos.

Představení společnosti

Pivovary Lobkowicz Group je společností, která vlastní a provozuje sedm menších a středních pivovarů, konkrétně Černá Hora, Protivín, Rychtář, Klášter, Uherský Brod, Jihlava a Vysoký Chlumec. Většina těchto uvedených pivovarů má bohatou historii, jenž sahá až do středověku. Společnost v loňském roce vyprodukovala 854 tis. hl. piva a 32 tis. hl. limonád. Celkový výstav se pohyboval na úrovni 886 tis. hl. Podle velikosti výstavu (produkce) je tak PLG pátou největší pivovarnickou skupinou v ČR, hned za největšími společnostmi Plzeňský Prazdroj, Staropramen, Heineken a Budějovický Budvar. Na tuzemském trhu má PLG zhruba 5% tržní podíl. Abstrahujeme-li od exportů, je společnost PLG na úrovni Budějovického Budvaru, tedy je čtyřkou trhu (bližší srovnání znázorňuje tabulka č.1). Společnost PLG, jak ji známe v dnešní podobě, se začala formovat v roce 2008, kdy došlo k akvizici pivovarů Protivín, Rychtář, Klášter, Uherský Brod a Jihlava.

Tabulka č.1: Produkce piva v ČR (v tis. hl)

rok	2011	2012	2013
Plzeňský Prazdroj	7642	7778	7700
Staropramen	3022	3160	3160
Heineken CZ	2380	2436	2400
Budějovický Budvar	1319	1338	1424
PLG	824	867	854

zdroj: Výroční zprávy jednotlivých pivovarů, PLG

Tabulka č.2: Základní provozní ukazatele společnosti

rok	2011	2012	2013
Produkce piva (tis. hl)	824	867	854
Výnosy (mil. Kč)	1060	1157	1159
EBITDA (mil. Kč)	133	187	190

zdroj: PLG

Mezi další důležité milníky patří vytvoření řídicí struktury společnosti v roce 2009 a uvedení značky Lobkowicz Premium na trh, k němuž došlo v říjnu 2009.

Dalším mezníkem jsou akvizice pivovarů Vysoký Chlumeč (rok 2009) a Černá Hora (2010). Roční produkce jednotlivých pivovarů se pohybuje od cca 60 tis. hl (např. pivovary Klášter či Uherský Brod) až po cca 180 tis. hl. Mezi největší pivovary společnosti, jejichž produkce se pohybuje kolem výše uvedených 180 tis. hl, patří Pivovar Protivín a Pivovar Černá Hora. Dále ještě roční produkce Pivovaru Vysoký Chlumeč převyšuje 100 tis. hl.

PLG nabízí široké portfolio značek piva, diferencovaných typem, chutí a cenou. Konkrétně společnost prodává celkem 70 značek piva, což je na českém trhu unikátní záležitostí. Kromě tradičních typů piva jako jsou světlá piva a ležáky, nabízí PLG řadu pivních speciálů od piv polotmavých, tmavých, vícestupňových, kvasnicových, nefiltrovaných, pšeničných či ochucených až po piva nealkoholická.

Společnost většinu své produkce, zhruba 80 %, prodává na tuzemském trhu, zbytek je exportován, a to zejména na německý a slovenský trh. Co se týče rozčlenění na prodejní segmenty, tak zhruba 50 % prodeje společnosti směřuje do restauračních zařízení (segment gastronomie nebo-li tzv. on-trade segment – sudová piva) a zbylých cca 50 % produkce je prodávána prostřednictvím maloobchodních řetězců (segment maloobchod nebo-li tzv. off-trade segment – lahvová piva).

Hospodaření společnosti v roce 2013

PLG v loňském roce vykázalo meziročně zhruba stabilní vývoj na úrovni výnosů a provozního zisku EBITDA. Výnosy (tedy tržby z prodeje piva a ostatní výnosy v podobě tržeb z prodeje limonád a sladu) meziročně mírně stouply o 0,2 % na 1,16 mld. Kč při mírném poklesu celkové produkce o 2,2 % y/y na 886 tis. hl. (z toho 854 tis. hl. piva). EBITDA zisk dosáhl v roce 2013 úrovně 190,3 mil. Kč, meziročně mírně výše o 1,8 %. Na úrovni provozního zisku EBIT však společnost realizovala meziročně výrazně lepší výsledek, když dosáhla zisku ve výši 40,8 mil. Kč, zatímco v roce 2012 to byl téměř nulový zisk (-0,2 mil. Kč). Hlavním důvodem tohoto nárůstu provozního zisku byly jednak meziročně nižší odpisy a jednak meziročně vyšší ostatní výnosy (např. prodej nepotřebného majetku a další jednorázové pozitivní vlivy účetního charakteru).

Na úrovni konečného výsledku hospodaření společnost i v loňském roce zůstala v čisté ztrátě, a to ve výši 69,7 mil. Kč, po čisté ztrátě 54,8 mil. Kč v roce 2012. Hlavním důvodem vykázané ztráty byly vysoké úrokové náklady, konkrétně úrokové náklady z akcionářských půjček. PLG totiž vedle bankovních úvěrů, jejichž hodnota v loňském roce činila 548,7 mil. Kč, využívalo ke svému financování rovněž úvěrů od svých akcionářů. Ty ke konci roku 2013 činily celkem 1,7 mld. Kč a úrokové náklady z těchto půjček byly ve výši 86 mil. Kč. Bez těchto finančních nákladů by úrokové náklady za loňský rok činily pouze 19,8 mil. Kč (což jsou úroky z bankovních úvěrů) a společnost by dosáhla čistého zisku 16 mil. Kč. PLG využívalo akcionářských půjček i v minulých letech, jejich úroveň se pohybovala kolem 1,5 mld. Kč.

IPO přineslo nový kapitál na expanzi společnosti

V květnu letošního roku společnost realizovala veřejnou nabídku akcií (IPO), v rámci které se podařilo prodat (včetně nadlimitní opce) celkem 2,53 mil. ks akcií za cenu 160 Kč za jednu akcii. Celkový výnos z IPO tak činil 404,8 mil. Kč, odečteme-li výnos plynoucí z nadlimitní opce ve výši 36,8 mil. Kč, pak objem prostředků, který by měl být podle plánů společnosti použit na budoucí expanzi, činí 368 mil. Kč. Společnost tak téměř všechny prostředky z IPO (kromě výše zmíněných 36,8 mil. Kč, které byly vyplaceny stávajícím akcionářům) použije na realizaci plánovaného růstu, což hodnotíme pozitivně. Již před IPO management PLG indikoval, že má v plánu získat z veřejné nabídky akcií na expanzi firmy až 400 mil. Kč. Tyto očekávání se tak téměř naplnily. V původních plánech byl ještě exit stávajících majoritních akcionářů (tedy prodej jejich akcií v rámci IPO) v objemu až 600 mil. Kč. K exitu nakonec nedošlo, stávající akcionáři nevyužili nabídkovou cenu 160 Kč a rozhodli si své podíly ve společnosti prozatím ponechat.

Plány společnosti

PLG bude chtít díky získaným prostředkům z IPO nastartovat další fázi své expanze, která by konkrétně měla spočívat v rozšíření počtu restaurací nabízející piva společnosti, v akvizici pivovaru a dále je rovněž v plánu více se prosadit na zahraničních trzích.

Akvizice restaurací

Společnost předpokládá, že hlavní část finančních prostředků určených na expanzi, cca 200 mil. Kč, bude použita na rozšíření počtu restaurací, tedy do rozšíření distribuční sítě. Akvizice nových restaurací (hospod) nespočívá v přímém nákupu daného restauračního zařízení, ale v uzavření smlouvy (většinou pětileté) s daným provozovatelem hospody, který se pak zavazuje, že bude nabízet produkty společnosti PLG. Konkrétně akvizice „nové hospody“ probíhá tak, že dojde k vyplacení provozovatele hospody ze staré smlouvy, kterou měl s jiným pivovarem a dále provozovatel dostane od PLG peníze na vybavení hospody se značkou PLG (sklenice, tácky, nábytek apod.). Náklady na akvizici nové hospody se podle vyjádření managementu PLG pohybují v řádech statisíců korun. My odhadujeme, že náklady na akvizici jedné nové hospody by se mohly pohybovat v průměru mezi 400 – 500 tis. Kč.

To, že PLG má v plánu v nejbližších letech dále upevňovat a posilovat svou pozici v segmentu gastronomie (tedy v prodeji sudových piv) hodnotíme pozitivně, jelikož podle našich odhadů společnost dosahuje v tomto segmentu minimálně dvakrát vyšších marží než v segmentu maloobchodu (tedy v prodeji lahvévého piva). Odhadujeme, že PLG aktuálně realizuje v segmentu gastronomie EBITDA marži mírně nad 10 %, zatímco v maloobchodním segmentu se marže pohybuje maximálně do výše 5 %.

PLG je v posledních letech v segmentu gastronomie poměrně úspěšný, když podíl prodeje v gastronomii se daří držet mírně nad 50 % (konkrétně v roce 2013 to bylo 54 %, na segment maloobchodu tak připadalo 46 %). Zatímco z pohledu celého tuzemského pivního trhu je situace taková, že převyšují

Tabulka č.3: Prodeje dle segmentů - trh

rok	2010	2011	2012	2013
gastronomie	48%	48%	43%	41%
maloobchod	52%	52%	57%	59%

zdroj: ČSPS, PLG

Tabulka č.4: Prodeje v gastronomii – srovnání mezi velkou čtyřkou a PLG

rok	2010	2011	2012	2013
gastronomie (PLG)	54%	58%	56%	54%
gastronomie (velká čtyřka*)	47%	44%	41%	n.a.

zdroj: ČSPS, PLG; *velká čtyřka: Plzeňský Prazdroj, Staropramen, Heineken CZ, Budějovický Budvar

prodeje v maloobchodním segmentu. Konkrétně v posledních dvou letech se poměr udržuje kolem úrovně 60 : 40 ve prospěch maloobchodu. V segmentu gastronomie v posledních letech ztrácely zejména velké pivovarnické společnosti (uvedené v tabulce č.1), jejich podíl prodejů sudového piva klesal právě k výše zmíněné hranici 40 %. Společnosti PLG se tak v posledních letech podle našeho názoru podařil zachytit trend, v rámci kterého tuzemští spotřebitelé začali více zkoušet a preferovat regionální značky piv, včetně pivních speciálů. Jinými slovy, čeští spotřebitelé přestávají být ve spotřebě piva příliš konzervativní, což vytváří prostor pro navyšování poptávky po produkci menších pivovarů včetně PLG.

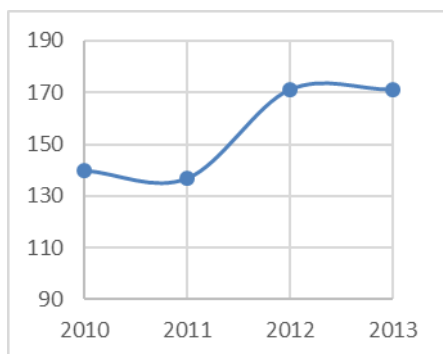
Akvizice pivovaru

V rámci plánu expanze management PLG uvažuje o nákupu středně velkého pivovaru s ročním výstavem 80 – 100 tis. hl. V posledních měsících management společnosti indikoval, že na případnou akvizici pivovaru by měl připravenou hotovost kolem 100 mil. Kč a že by mohlo jít o pivovar s roční EBITDA v rozmezí 15 – 20 mil. Kč. Ačkoliv management oficiálně nesdělil, s jakým pivovarem vyjednává, na trhu se v minulých měsících objevovaly spekulace, že by mohlo jít o Měšťanský pivovar Havlíčkův Brod (roční výstav cca 80 tis. hl.). PLG ve svém tiskovém prohlášení pouze oznámilo, že jednání o nové akvizici nadále probíhá. Vzhledem k tomu, kolik finančních prostředků se podařilo získat z IPO se domníváme, že PLG bude mít snahu realizovat akvizici a že akvizice by mohla být reálná. V naší prognóze hospodaření počítáme s nákupem pivovaru, konkrétně předpokládáme, že by k akvizici mohlo dojít na konci roku 2014, resp. na začátku roku 2015 s tím, že zisky za rok 2015 by již měly být pozitivně ovlivněny touto akvizicí.

Exportní příležitosti

PLG aktuálně exportuje zhruba 20 % své produkce. Přestože společnost v posledních letech vykazuje určitou dynamiku exportu, od roku 2010 činilo jeho průměrné roční tempo růstu téměř 7 %, má v příštích letech za cíl své exportní objemy posílit. Zhruba 75 % celkových exportů směřuje do Německa a na Slovensko. Na německém trhu vidí společnost potenciál více prorazit v segmentu maloobchodu (hypermarkety apod.; společnost již delší čas spolupracuje s maloobchodními řetězci Lidl a Norma), na slovenském trhu je zase cílem více se zaměřit na akvizici nových hospod (tedy na akviziční činnost v segmentu gastronomie). To znamená pokusit se na slovenském trhu aplikovat obdobný obchodní model jako na českém trhu. Zajímavý potenciál skýtá zejména jižní, jihozápadní Slovensko (okolí kolem Bratislavy), ať už z pohledu geografické blízkosti, tak z pohledu zajímavé kupní síly obyvatelstva. Společnost dále plánuje se více prosadit na východních trzích, konkrétně vyjednává s maloobchodním řetězcem Maxima, jenž operuje v pobaltských zemích (Litva, Lotyšsko, Estonsko), je rovněž např. finalizován kontrakt zaručující dodávky do Velké Británie. Společnost má v plánu se více prosadit i na ruském trhu, nicméně zde to může být podle našeho názoru složitější z důvodu aktuálního geopolitického napětí mezi Ruskem a západními zeměmi. Odhadujeme, že do posílení exportních příležitostí by PLG mohlo investovat v nejbližších letech až 60 mil. Kč.

Graf č.2: Vývoj exportu PLG (v tis. hl)



zdroj: PLG

Výhled hospodaření - největší investice do expanze očekáváme v letošním a příštím roce s pozitivním dopadem do hospodaření

Společnost PLG již má zkušenosti s realizací růstových příležitostí, když první vlna expanze proběhla v letech 2010 – 2011, v rámci které se společnosti podařilo rozšířit počet odběratelů (restaurace) o cca jeden tisíc. Společnost aktuálně dodává své produkty do cca 7200 restaurací a hospod. V současnosti, díky výše uvedeným výnosům z IPO, je v plánu provést další vlnu expanze s cílem navýšit objem produkce, tržby a ziskovost.

Tabulka č.5: Výhled hospodaření (v mil. Kč)

rok	2014	2015	2016	2017	2018
Výnosy	1287,5	1488,3	1540,0	1567,7	1595,1
EBITDA	230,9	288,6	297,2	301,7	309,3
EBIT	45,7	99,2	108,8	114,5	122,9
Čistý zisk	-3,4	62,1	70,7	76,2	87,8

zdroj: vlastní odhady

Rok 2014 – očekáváme aktivitu v akvizicích nových restaurací

V letošním roce očekáváme, že společnost bude aktivní především v rozšiřování své distribuční sítě, tedy v akvizicích do nových restaurací s cílem upevnit a posílit pozici v ziskovějším segmentu gastronomie. Podle našich odhadů bude společnost ještě v letošním roce schopna realizovat investice do nových restaurací v objemu cca 100 mil. Kč., což by podle našeho názoru mělo rozšířit počet restaurací alespoň o 200 až 230. Od této letošní akviziční činnosti očekáváme navýšení produkce piva o cca 50 tis. hl. Odhadujeme tak, že produkce piva by v roce 2014 mohla stoupnout o cca 5,8 % na 904 tis. hl. Takovýto nárůst produkce nám pak indikuje letošní výnosy ve výši 1,29 mld. Kč, meziročně vyšší o 11,1 %. Na úrovni provozního zisku EBITDA (jedná se o očištěnou EBITDA o výnosy/náklady z prodeje aktiv) očekáváme meziroční nárůst o 21,3 % na 230,9 mil. Kč.

Společnost je podle našeho odhadu schopna promítnout růst produkce, potažmo prodejů a výnosů do slušného růstu provozních zisků EBITDA a EBIT, resp. do růstu provozních marží. Společnost totiž vykazuje poměrně vysoký podíl fixních nákladů na celkových provozních nákladech, konkrétně cca 40 %, což při zvyšující se produkci (prodejích) vytváří pozitivní tlak na ziskovost (pozitivní efekt tzv. provozní páky, díky které se růst produkce a výnosů promítá do ještě vyššího růstu provozních zisků; při poklesu produkce a výnosů má naopak provozní páka tendenci vytvářet negativní tlak na ziskovost). Pozitivním faktorem pro budoucí výsledky hospodaření je rovněž skutečnost, že díky investicím z minulých let do výrobních zařízení a technologií, PLG disponuje výrobní kapacitou téměř 1,6 mil. hl. I z tohoto pohledu tak plánovaná expanze dává smysl. Jinými slovy, pokud by se dařilo úspěšně naplňovat plán expanze, společnost by, vzhledem ke své potenciální výrobní kapacitě, neměla mít problém okamžitě uspokojovat zvyšující se poptávku po svých produktech.

Dostatečná výrobní kapacita by měla, bez dodatečných investic, bez problémů uspokojit zvyšující se poptávku

**Letos ještě očekáváme mírnou
čistou ztrátu z důvodu
nákladových úroků
z akcionářských půjček**

Výše zmíněný předpokládaný pozitivní efekt provozní páky by tak měl podle našich odhadů přinést výše uvedený růst EBITDA zisku a rovněž růst EBITDA marže, která by se letos mohla přiblížit 18 % (v roce 2013 činila 16,4 %). Provozní zisk po odečtení odpisů (EBIT) předpokládáme letos na úrovni 45,7 mil. Kč, což je meziroční nárůst o 12 %.

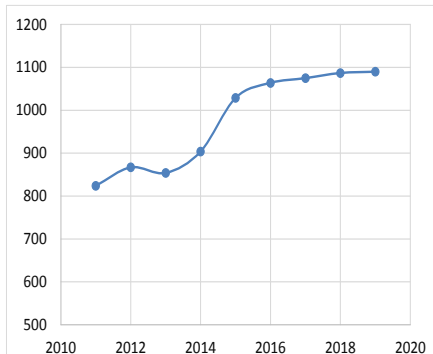
Na úrovni konečného výsledku hospodaření prognózujeme pro letošní rok mírnou čistou ztrátu ve výši 3,4 mil. Kč. Předpokládáme totiž, že finanční část výsledovky bude ještě částečně negativně ovlivněna úrokovými náklady z akcionářských půjček. Odhadujeme, že do letošního května (kdy proběhlo IPO) ještě musela společnost ve výsledovce účtovat tyto nákladové úroky, jejichž úroveň odhadujeme kolem 30 mil. Kč. Bez těchto nákladů by PLG dle našich odhadů dosáhlo čistého zisku kolem 20 mil. Kč, když finanční část výsledovky by byla negativně ovlivněna pouze nákladovými úroky z bankovních úvěrů ve výši cca 30 mil. Kč. V dalších letech již akcionářské půjčky, resp. úroky z těchto půjček nebudou zatěžovat rozvahu, resp. výsledovku společnosti, když po IPO došlo ke kapitalizaci veškerých těchto půjček (cca 1,7 mld. Kč) do základního kapitálu. Akcionáři tak již v současnosti nemají z tohoto titulu žádnou pohledávku vůči společnosti PLG.

Rok 2015 očekáváme další rozšiřování distribuční sítě a akvizici pivovaru

Ve svých prognózách pro rok 2015 máme, vedle předpokládaného pokračování v akvizicích dalších restaurací, rovněž potenciální akvizici pivovaru. Odhadujeme tak, že PLG by v příštím roce mělo využít dalších cca 100 mil. Kč na akvizice hospod s pozitivním dopadem do produkce, resp. prodeje ve výši přibližně 50 tis. hl piva. Zároveň předpokládáme, že dalších 100 mil. Kč společnost využije k nákupu středně velkého pivovaru o ročním výstavu cca 80 tis. hl. Pokud by k akvizici došlo, pak počítáme s tím, že alespoň tři kvartály roku 2015 by již byly pozitivně ovlivněny touto investicí, konkrétně odhadujeme příspěvek do produkce společnosti ve výši 60 tis. hl. Dále očekáváme také určité posílení produkce a prodeje ze strany exportních aktivit, a to o cca 15 tis. hl. Tento odhad je spíše konzervativní. Společnost má sice své plány a předpoklady ohledně navýšení exportní aktivity, nicméně zahraniční trhy jsou vysoce konkurenční a bude nutné si na nich trpělivě budovat pozice. Společnost již nějaký čas dodává do Německa lahvé piva prostřednictvím hypermarketů Lidl a Norma, vazby jsou rovněž na slovenský trh. U těchto vazeb vidíme potenciál na jejich další posílení (viz. výše zmíněná snaha více prorazit do segmentu gastronomie na Slovensku). Posílení pozic v dalších zemích bude podle našeho názoru spíše během na delší trať s potenciálem podpořit prodeje a tržby až ve střednědobém horizontu. Proto náš výše zmíněný konzervativní odhad příspěvku exportu do produkce pro rok 2015. Hlavní pozitivní vlivy do hospodaření v letech 2014 a 2015 by tak podle našich odhadů měly přicházet zejména z tuzemských aktivit.

Na základě výše uvedeného tak predikujeme pro rok 2015 meziroční nárůst produkce piva o cca 125 tis. hl na hladinu 1029 tis. hl (+13,8 % y/y), což by

Graf č.3: Výhled produkce piva PLG (v tis. hl)



zdroj: PLG, vlastní odhady

se dle naší prognózy mělo projevit do meziročního růstu výnosů o 15,6 % na úroveň 1,49 mld. Kč. Tento předpokládaný nárůst tržeb by měl podle naší predikce indikovat cca 25% meziroční zvýšení EBITDA na 288,6 mil. Kč (EBITDA marži očekáváme mírně nad 19 %). EBIT za rok 2015 pak očekáváme ve výši 99,2 mil. Kč, meziročně vyšší o 117,1 %.

V roce 2015 již hospodaření společnosti nebude zatíženo akcionářskými půjčkami, resp. úrokovými náklady z nich. To se výrazně pozitivně projeví do čistého zisku, který očekáváme na úrovni 62,1 mil. Kč. Finanční část výsledovky budou zatěžovat už jen nákladové úroky z bankovních úvěrů, u nichž předpokládáme obdobnou velikost jako v roce 2014, tedy kolem úrovně 30 mil. Kč.

Hlavní fázi realizace plánované expanze společnosti tak očekáváme v letošním a především pak v příštím roce s výraznějším pozitivním dopadem to tržeb a zisků, jak uvádíme výše. I pro střednědobý horizont (roky 2016 – 2018) však vidíme prostor k tomu, aby si hospodaření společnosti zachovalo (byť mírnější) rostoucí trend. Do ziskovosti za rok 2016 by se podle našich odhadů ještě měla promítat námi uvažovaná akvizice pivovaru (příspěvkem do produkce ve výši cca 20 tis. hl), rovněž ze strany exportních aktivit předpokládáme navýšení produkce alespoň o 15 tis. hl. Objem produkce za rok 2016 tak vidíme kolem hladiny 1060 tis. hl. Tržby, resp. EBITDA za rok 2016 tak prognózuje na úrovni 1,54 mld. Kč (+3,5 % y/y), resp. 297,2 mil. Kč (+3 % y/y). Dobré výsledky na provozní úrovni hospodaření by měly přispět k meziročnímu zvýšení čistého zisku o 13,8 % na 70,7 mil. Kč.

Shrme-li to do obecnější roviny, tak společnost PLG má podle našich odhadů dobré předpoklady k tomu, aby dosahovala ve střednědobém horizontu provozních zisků EBITDA kolem úrovně 300 mil. Kč, resp. čistých zisků kolem úrovně 80 mil. Kč. Vzhledem ke své dostatečné výrobní kapacitě (cca 1600 tis. hl) bude mít PLG dostatečný prostor, aby flexibilně reagovalo jak na potenciálně zvyšující se tuzemskou poptávku (podpořenou i např. předpokládaným vyšším tempem růstu české ekonomiky), tak na poptávku ze zahraničí, když předpokládáme, že ve střednědobém horizontu bude společnost alespoň mírně navyšovat své exporty, když by se měly postupně zúčtovat exportní kontrakty a vazby, jenž jsou vyjednány či předjednány v letošním roce, resp. budou vyjednávány v roce 2015 (očekáváme např., že se společnosti bude alespoň částečně dařit expanze do slovenského segmentu gastronomie). Pro střednědobý horizont vidíme potenciál navýšit výrobu (prodeje) piva k úrovním 1070 tis. až 1090 tis. hl.

Predikujeme pozitivní vývoj hotovosti, to bude vytvářet prostor pro budoucí výplatu dividend

V letošním a příštím roce očekáváme výraznější hotovostní výdaje v souvislosti s výše uvedenými investicemi do expanze. Předpokládáme, že management PLG vynaloží do roku 2015 na expanzi minimálně 300 mil. Kč. Cash flow tak tímto bude ovlivněno, přičemž očekáváme, že na konci roku 2015 hotovost nepřekročí 100 mil. Kč. Po odeznění této hlavní vlny investic a za předpokladu, že expanzivní plán se bude dařit naplňovat, predikujeme od roku 2016 poměrně silnou hotovostní pozici, která by měla vytvářet

Společnost uvažuje o 40 – 70% dividendovém výplatním poměru

První výplata dividendy je plánována v roce 2017 (ze zisku roku 2016)

Tabulka č.6: Výhled dividend (Kč na akcii)

rok*	2017	2018	2019
60% výplatní poměr	3,60	3,90	4,50
70% výplatní poměr	4,20	4,60	5,30

zdroj: vlastní odhady, *dividenda vyplacená v daném roce ze zisku roku předchozího

polštář pro výplaty dividend. Konkrétně odhadujeme, že hotovost by v roce 2016 měla narůst až k úrovním kolem 150 mil. Kč a v dalších letech (2017, 2018) by mohla směřovat k hladině kolem 300 mil. Kč.

Management společnosti plánuje, že první dividendy by mohla být vyplacena v roce 2017, tzn. z čistého zisku roku 2016, přičemž dividendový výplatní poměr je uvažován v rozmezí 40 – 70 %. My se na základě naší predikce cash flow domníváme, že PLG bude mít dostatečnou hotovost k tomu, aby si mohlo dovolit realizovat výplatní poměr na horní hraně stanoveného rozpětí. V našem modelu ocenění konzervativně uvažujeme 60% výplatní poměr. V našich predikcích sice počítáme s výplatou dividendy v roce 2017 (v souladu s plány managementu), nicméně odhadujeme, že PLG již v roce 2016 bude generovat takové množství hotovosti, která by umožňovala výplatu dividendy už v roce 2016 (ze zisku roku 2015). Bude tedy záležet na rozhodnutí managementu, jak bude chtít naložit s hotovostí v roce 2016. Zda ji bude chtít např. využít k určitému snížení bankovního dluhu nebo se teoreticky může naskytnout další zajímavá investiční příležitost s cílem dále navýšit produkci a prodeje. Pokud se nic z výše uvedeného neuskuteční, pak podle našeho názoru bude mít management prostor k tomu, aby posunul výplatu dividendy o rok dříve, tedy na rok 2016.

Očekáváme přibližně 2 – 2,5% dividendový výnos

Pokud se budeme držet předpokladů managementu, tedy vyplatit první dividendu v roce 2017 ze zisku roku 2016, pak predikujeme (při 60% výplatním poměru) dividendu ve výši 3,60 Kč na akcii, což vzhledem k aktuální tržní ceně akcie znamená cca 2,1% dividendový výnos (vzhledem k naší cílové ceně se pak jedná o 1,8% výnos). Pokud bychom uvažovali 70% výplatní poměr, pak to indikuje dividendu 4,20 Kč. Dividendový výnos se v tomto případě posouvá k cca 2,5 %, resp. k 2,1 % vzhledem k cílové ceně. S předpokládaným růstem čistých zisků očekáváme růst dividendy až k úrovním kolem 4,50 Kč (vyplacená v roce 2019 ze zisku roku 2018), a to při 60% výplatním poměru. Při předpokladu 70% výplatního poměru odhadujeme růst dividendy až k hladině kolem 5,30 Kč (vyplacená v roce 2019).

Vzhledem k dostatečné hotovosti očekáváme nízkou zadluženost

Na základě námi predikovaného vývoje hotovosti očekáváme, že společnost by neměla mít problémy se svou zadlužeností. Poté, co v rámci IPO došlo ke kapitalizaci akcionářských půjček, PLG využívá pouze bankovních úvěrů, a to nejčastěji buď v podobě krátkodobých úvěrových rámců nebo v podobě dlouhodobých úvěrů (zejména pětiletých). PLG doposavad využívalo takovou praxi, že při ukončení doby splatnosti daného úvěru vždy většinou úvěr refinancovalo. Společnost se financuje v průměru za cca 3 % p.a., což hodnotíme jako velmi příznivou úrokovou sazbu. V naší predikci očekáváme, že výše bankovních úvěrů se bude v příštích třech letech pohybovat v rozmezí 540 – 570 mil. Kč, s tím, že v letech 2018 a 2019 si bude moci PLG podle našich odhadů, vzhledem ke své hotovosti, dovolit splatit dlouhodobé úvěry aniž by muselo dojít k refinancování. Bankovní dluh by tak mohl klesnout k úrovním 450 mil. Kč, resp. 400 mil. Kč.

Ohledně vývoje ukazatele čistý dluh/EBITDA, tak aktuálně by se jeho hodnota měla pohybovat pod úrovní 1, když pozitivně působí příliv hotovosti získaný z IPO. Po námi očekávaných investicích, které by měly být podle našich odhadů cílovány zejména do let 2014 a 2015, předpokládáme nárůst tohoto ukazatele k úrovním 1,5 – 2 ke konci roku 2015. Přesto i tyto hodnoty ukazují na nízkou míru zadlužení a neohrožují finanční stabilitu firmy. V kontextu námi predikovaného rostoucího trendu ziskovosti a pozitivního vývoje cash flow očekáváme, že ve střednědobém horizontu bude zadluženost klesat k úrovním 1x násobku čistý dluh/EBITDA, tedy na velmi nízké úrovni.

Ocenění společnosti

Tabulka č.7: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
risk free rate (%)	1,5	2	2	2	2	2
market return (%)	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
equity risk premium (%)	4,64	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24
cost of equity (%)	6,14	6,24	6,24	6,24	6,24	6,24
cost of debt (%)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
tax rate (%)	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
cost of debt after tax (%)	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43
equity weight	0,70	0,70	0,78	0,85	0,93	1,00
debt weight	0,30	0,30	0,22	0,15	0,07	0,00
WACC (%)	5,04	5,10	5,39	5,67	5,97	6,24

zdroj: vlastní výpočty a odhady, Bloomberg

Tabulka č.8: Model diskontovaného cash flow

v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	45 673	99 155	108 846	114 465	122 866	124 630
Tax rate	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
NOPLAT	36 995	80 315	88 165	92 717	99 522	100 950
Odpisy	185 179	189 395	188 353	187 271	186 410	186 067
CAPEX	-105 000	-200 000	-100 000	-105 000	-110 000	-110 000
změna ČPK	121 249	112 495	44 311	-4 175	-2 970	-2 964
CF to the firm	-4 075	-42 785	132 207	179 163	178 902	179 981
DCF	-3 880	-38 731	112 947	143 716	133 892	125 166
sum of DCF	473 111					
terminal value	2 388 442					
čistý dluh	508 718					
equity value	2 352 835					
počet emitovaných akcií (tis. ks)	11 688					
cílová cena (CZK)	201					

zdroj: vlastní výpočty a odhady

Na základě naší analýzy stanovujeme pro akcie společnosti PLG cílovou cenou 201 Kč a investiční doporučení „koupit“. Tato cílová cena (vnitřní hodnota akcie) se vztahuje k 12ti měsíčnímu investičnímu horizontu. Vzhledem k aktuální tržní ceně akcie kolem 170 Kč tak očekáváme od tohoto titulu zhruba 18% investiční potenciál. Společnost v květnu letošního roku díky IPO získala zhruba 370 mil. Kč na uskutečnění svých expanzivních plánů. Jak jsme již detailněji rozebrali výše, společnost má v úmyslu rozšířit svou distribuční síť o další restaurace, dále je uvažováno o akvizici středně velkého pivovaru a cílem je rovněž více se zaměřit na exporty. Domníváme se, že PLG má díky prostředkům získaným z IPO potenciál již od letošního roku postupně navyšovat výnosy a ziskovost. Společnost má s expanzí již zkušenosti, když v posledních letech rozšiřovala počet restaurací nabízející její produkty a podařilo se jí tak zachytit trend mírného odklonu od "europiv" velkých pivovarnických skupin k pivům a pivním speciálům menších pivovarů. Dnes tak dodává svá piva do více než 7000 restaurací. Tento trend se podle našeho názoru ještě nevyčerpal, a proto předpokládáme, že v příštích letech se bude zvyšovat poptávka po pivech PLG s pozitivním dopadem do hospodaření firmy. Společnost má díky investicím z minulých let dostatečnou výrobní kapacitu k tomu, aby mohla flexibilně uspokojovat poptávku po svých produktech. Management plánuje od roku 2017 realizovat dividendovou politiku s dividendových výplatním poměrem 40 – 70 %. Podle našich predikcí bude PLG generovat v budoucnu takovou hotovost, která dovolí realizovat výplatní poměr na horní hraně stanoveného rozpětí. Navíc vidíme (vzhledem k naší projekci ziskovosti a cash flow) potenciál posunutí výplaty dividendy i o rok dříve, tedy na rok 2016. Očekáváme zhruba 2 – 2,5% dividendový výnos.

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti PLG, byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice atd.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého státního dluhopisu ČR) a premie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX.

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

Tabulka č.9: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

	WACC				
pokračující růst	5,84%	6,04%	6,24%	6,44%	6,64%
0,6%	206	196	187	178	170
0,8%	214	204	194	185	176
1,0%	223	212	201	192	183
1,2%	233	221	209	199	189
1,4%	244	230	218	207	197

zdroj: vlastní odhady

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Etablovaná společnost na tuzemském trhu s pivem, pětka trhu, hned za čtyřmi největšími pivovarnickými firmami.
- Dlouholetá tradice výroby piva v jednotlivých pivovarech společnosti PLG
- Výroba piva podle tradičních postupů a metod, čímž se PLG odlišuje od unifikovaných piv velkých pivovarnických skupin.
- Široká nabídka piv (cca 70 značek), včetně pivních speciálů.
- Společnosti se daří více prodávat v segmentu gastronomie než v segmentu maloobchodu – to přináší vyšší ziskové marže.
- Kvalitní management, jehož někteří členové mají několikaleté pracovní zkušenosti z vedoucích pozic v Plzeňském Prazdroji.

• Slabé stránky

- Slabší pozice na exportních trzích ve srovnání s většími pivovarnickými skupinami.
- Výplata dividendy je uvažována až ve střednědobém horizontu, konkrétně v roce 2017 (ze zisku roku 2016).
- Slabší zákaznická základna v Praze a Plzeňském kraji (oblíbenost piv plzeňského typu).

• Příležitosti

- Akvizice nových restaurací, potenciál navýšit distribuční síť v letech 2014 a 2015 o cca 500 restaurací.
- Akvizice středně velkého pivovaru o ročním výstavu cca 80 tis. hl.
- Plány více se prosadit na slovenském trhu, zejména v segmentu gastronomie.
- Obecně posílení exportních aktivit.
- Upevnění spolupráce s maloobchodním řetězcem Lidl v Německu.

• Hrozby

- Silné konkurenční prostředí v segmentu gastronomie může způsobovat riziko přechodu provozovatelů restaurací k jiným pivovarům.
- Silné konkurenční prostředí i v segmentu maloobchodu. PLG v tuzemsku významně spolupracuje zejména s řetězcem Lidl. Hrozba ztráty takovéhoho zákazníka může způsobit pokles tržeb a zisků.
- Nepříznivě se vyvíjející makroekonomika může negativně působit na spotřebu piva.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie. V případě výskytu těchto rizik, nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.

Ing. Jan Raška
Fio banka, a.s.
Analytik
jan.raska@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 18.8.2014 má Fio banka, a.s. 7 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 3 doporučení akumulovat, 2 doporučení redukovat a 1 doporučení držet. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povinné prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz