

Analýzy a doporučení

Pivovary Lobkowicz Group

Doporučení: Redukovat
Cílová cena: 184 Kč

23. 12. 2015

Pivovary Lobkowicz Group

Souhrn doporučení

Doporučení:	Redukovat
Cílová cena (12M):	184 Kč
Předchozí doporučení (9.9.2015)	Držet
Předchozí cílová cena (9.9.2015):	201 Kč

Základní informace

Odvětví: výroba piva

Tržní kapitalizace: 2,4 mld. Kč

Závěrečná cena k 22.12.2015: 207 Kč

Roční maximum: 207,20 Kč

Roční minimum: 171,95 Kč

Zařazeno v indexu: PX

Podíl v indexu PX: 0,41 %

Struktura akcionářů

LAPASAN s.r.o.: 79,4 %

Free float a management: 20,6 %

Vývoj ceny akcie PLG



V naší nové analýze společnosti Pivovary Lobkowicz Group snižujeme cílovou cenu z 201 Kč na 184 Kč a zároveň snižujeme investiční doporučení z „držet“ na „redukovat“. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Mezi hlavní důvody snížení cílové ceny patří nižší než očekávaná dynamika růstu v on-trade segmentu (segment restaurací a hospod) a nerealizace akvizice pivovaru. Expanze v profitabilnějším on-trade segmentu zatím zůstává jak za původními plány společnosti, tak za naším očekáváním, když investice v rámci tohoto segmentu jsou zatím zhruba poloviční (cca 80 mil. Kč) oproti původním očekáváním (cca 180 mil. Kč). Na budoucí dynamiku růstu v on-trade segmentu tak v našich aktuálních prognózách nahlížíme více konzervativně. Zároveň jsme z naší prognózy odstranili akvizici pivovaru, ke které (i přes původně poměrně optimistické předpoklady managementu) nakonec nedošlo a aktuálně vidíme jako méně pravděpodobné, že k ní v průběhu následujících dvanácti měsíců dojde. Nerealizace akvizice snížilo náš původní výhled produkce o cca 80 – 100 tis. hl a výhled EBITDA o 15 – 20 mil. Kč. Z důvodu výše uvedených faktorů tak oproti předchozí prognóze snižujeme výhled výnosů, resp. EBITDA zisku pro roky 2015 – 2018 v průměru o 16 %, resp. 8 %, což pak vyústilo ke snížení cílové ceny. Naše nová cílová cena se tak nachází zhruba 11 %, resp. 12 % pod aktuální tržní cenou, resp. pod cenou 208 Kč, která je stanovena v rámci aktuálně probíhající nabídky odkupu stávajícím minoritním akcionářům, a proto doporučujeme redukovat pozice na akciích PLG.

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 894 tis. hl. piva. Kromě piva vyrábí ještě limonády, jejichž roční produkce se pohybuje kolem 30 tis. hl. Podle velikosti výstavy (produkce) je PLG pátou největší pivovarnickou skupinou v ČR, hned za největšími společnostmi Plzeňský Prazdroj, Staropramen, Heineken a Budějovický Budvar. Na tuzemském trhu má PLG cca 4 - 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	2014
Plzeňský Prazdroj	7642	7778	7700	8008*
Staropramen	3022	3160	3145	3160
Heineken CZ	2380	2436	2450	2400
Budějovický Budvar	1319	1338	1424	1457
PLG	824	867	854	894

zdroj: PLG, tiskové zprávy pivovarů, média, *odhad Fio banky

Tabulka č.2: Základní provozní ukazatele

rok	2011	2012	2013	2014
Produkce piva (tis. hl)	824	867	854	894
Výnosy (mil. Kč)	1060	1157	1159	1202
EBITDA (mil. Kč)	133	187	190	212

zdroj: PLG

Tabulka č.3: Hospodaření za 1H 2015

mil. Kč	1H 2015	odhady Fio	1H 2014	y/y
Výnosy	580,2	562,0	577,7	0,4%
EBITDA	123,5	117,0	121,2	2,0%
EBIT	40,0	32,8	28,9	38,2%
Čistý zisk	29,9	18,7	-26,0	-
Zisk na akcii (Kč)	2,56	1,60	-2,23	-

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. pivovar Uherský Brod) až po cca 270 tis. hl (pivovar Protivín). Mezi největší pivovary společnosti, jejichž roční produkce se pohybuje v rozmezí 180 tis. - 270 tis. hl, patří již zmiňovaný Pivovar Protivín a Pivovar Černá Hora.

PLG nabízí široké portfolio značek pív, diferencovaných typem, chutí a cenou. Konkrétně společnost prodává zhruba 70 značek, což je na českém trhu unikátní záležitost. Kromě tradičních typů piva jako jsou světlá piva a ležáky, nabízí PLG řadu pivních speciálů od pív polotmavých, tmavých, vícešupňových, 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 za 1H 2015, resp. 9M 2015

V letošním roce zatím společnost vykazuje mírné meziroční růsty na provozní úrovni hospodaření. Za první letošní pololetí, kdy byly zveřejněny kompletní finanční výsledky hospodaření, PLG realizovalo výnosy ve výši 580,2 mil. Kč, což byl meziroční nárůst o 0,4 %. Po 2,4% meziročním růstu objemů prodeje piva v 1Q 2015 přišlo slabší druhé čtvrtletí (společnost nezveřejnila prodeje za 2Q 2015, podle našich odhadů mohly být meziročně nižší o 3 – 4 %), což pak negativně ovlivnilo výsledky za celé první letošní pololetí a bylo příčinou téměř stagnujících výnosů.

Detailnější pohled na výnosy (tržby) za 1H 2015 napovídá, že výsledky byly sráženy dolů zejména klesajícími tržbami z exportů piva, které meziročně poklesly o 16,5 % na 99 mil. Kč. Exporty byly v prvním letošním pololetí negativně ovlivněny zejména poklesem prodeje na Slovensku a v Rusku. Na Slovensku společnost změnila distributora v on-trade segmentu, což znamenalo krátkodobý negativní výkyv v prodeji. S nástupem nového distributora se, podle slov managementu PLG, začala situace na Slovensku opětovně zlepšovat a v průběhu 3Q 2015 již byly vykazovány meziroční tempa růstu. Na vývozech do Ruska se nepříznivě projevil pokles tamní ekonomiky (negativní vliv sankcí ze strany EU) včetně deprecie rublu, což oslabilo koupěschopnost tamních odběratelů. Větší váhu na poklesu tržeb z exportů mělo Slovensko, které je pro PLG nejvýznamnější exportní zemí (zhruba 50 – 60 tis. hl ročně) s cca 30% podílem na celkové exportní produkci a cca 7% podílem na celkové produkci (prodejích). Vývozy do Ruska jsou v rámci celkového hospodaření PLG méně významné, tvoří zhruba 5 % celkových exportů a cca 1 % celkové produkce společnosti, tedy

8 – 10 tis. hl ročně.

Poklesy tržeb z exportů byly kompenzovány nárůsty tržeb z prodeje piva v ČR, které v 1H 2015 vzrostly o 4,6 % y/y na 453,1 mil. Kč. Celkové tržby z prodeje piva, resp. celkové výnosy tak díky solidním tuzemským prodejm činily v prvním letošním pololetí 552,1 mil. Kč, resp. výše zmíněných 580,2 mil. Kč a alespoň meziročně stagnovaly (+0,2 %, resp. +0,4 % y/y).

Na úrovni očištěného provozního zisku EBITDA pak PLG realizovalo v 1H 2015 meziroční nárůst o 2 % na 123,5 mil. Kč. I přes stagnující výnosy tak společnost dokázala realizovat alespoň mírný meziroční nárůst EBITDA, když se dařilo snižovat provozní náklady. Provozní zisk EBIT zaznamenal vyšší meziroční nárůst, konkrétně +38,2 % na 40 mil. Kč, když se kromě nižších provozních nákladů pozitivně projevila absence nákladů na IPO ve výši téměř 8 mil. Kč, které byly zaúčtovány v 1H 2014.

Podle očekávání se společnost v 1H 2015 přehoupala z loňské čisté ztráty ve výši 26 mil. Kč do čistého zisku 29,9 mil. Kč, když v letošním roce již nejsou finanční náklady zatíženy úroky z akcionářských půjček, které v roce 2014 činily 34 mil. Kč. Po loňském IPO došlo ke kapitalizaci akcionářských půjček, akcionářských dluh tak klesl na nulu a v letošním roce ve finanční části výsledovky figurují pouze úroky z bankovních úvěrů, které jsou ve srovnání s úroky z akcionářských půjček poměrně nízké (v 1H 2015 činily 4,8 mil. Kč a pro celý letošní rok odhadujeme jejich výši kolem 10 - 11 mil. Kč).

Mezitímní výsledky za 9M 2015

Výsledky za letošních prvních devět měsíců byly klasicky zveřejněny ve formě základních provozních ukazatelů (objemy prodejm a výnosy). Letošní teplé a suché léto mělo pozitivní vliv na poptávku po alkoholických i nealkoholických nápojích a tudíž mělo příznivý dopad i do hospodaření tuzemských pivovarů. PLG nebylo výjimkou a za 3Q 2015 vykázalo na základních provozních ukazatelích, kromě tržeb z exportů, meziroční růsty. Celkové výnosy tak ve třetím letošním kvartále meziročně stouply o 4,4 % na 360,8 mil. Kč. Výnosy byly podpořeny zejména tuzemskými tržbami z prodejm piva, které rostly o 14,3 % y/y na 270,8 mil. Kč (i díky novým akvizicím v on-trade segmentu, když za prvních letošních devět měsíců PLG podepsalo kontrakty se 112 novými restauracemi a hospodami s pozitivním dopadem do prodejm ve 3Q 2015). Naopak negativní vliv tržeb z exportů piva pokračoval i ve 3Q 2015, které zaznamenaly 20% meziroční pokles na 57 mil. Kč. Výnosy ve výši 360,8 mil. Kč podle našich odhadů indikují produkci (prodeje) piva ve 3Q 2015 kolem úrovně 267 tis. hl (+5 % y/y; jde pouze o náš odhad, když PLG v průběhu roku zveřejňuje pouze prodeje za 1Q a pak až za 9M).

Po téměř stagnujícím prvním pololetí tak výsledky za 3Q 2015 o něco vylepšily hospodaření za 9M 2015. Společnost za prvních devět měsíců letošního roku vykázala meziroční růst prodejm o 3 % na 708 tis. hl a meziroční růst výnosů o 1,9 % na 941 mil. Kč.

Tabulka č.4: Provozní výsledky za 9M 2015

	9M 2015	odhady Fio	9M 2014	y/y
Výnosy (mil. Kč)	941,0	957,1	923,4	1,9%
Prodeje (tis. hl)	708,0	724,0	687,2	3,0%

zdroj: PLG

K dříve avizovanému nákupu pivovaru nedošlo a nové akviziční příležitosti zatím nemají reálné obrysy. V naší nové prognóze hospodaření tak s akvizicí pivovaru nepočítáme.

Původní plány investovat od IPO do on-trade segmentu cca 200 mil. Kč se zatím nenaplnují. Expanze v on-trade segmentu probíhá, ale je pomalejší než jsme očekávali.

Hlavní faktory vedoucí ke snížení cílové ceny

Z našich prognóz jsme odstranili akvizici pivovaru

Již v roce 2014 management společnosti avizoval akvizici středně velkého pivovaru s ročním výstavem 80 – 100 tis. hl a ročním provozním ziskem EBITDA v rozmezí 15 – 20 mil. Kč. PLG mělo na uvažovanou akvizici připraveno zhruba 100 mil. Kč, tedy mělo v úmyslu koupit pivovar za podle našeho názoru rozumný násobek EV/EBITDA v rozmezí 5 – 6,7x. Od roku 2008, kdy celá skupina PLG začala vznikat, docházelo k postupným akvizicím regionálních pivovarů a jejich počet se zastavil na počtu sedm (jak uvádíme v úvodu analýzy). Management PLG měl tedy s akvizicemi tohoto typu dostatek zkušeností a my jsme záměr rozšíření společnosti o další pivovar vnímali pozitivně, když roční příspěvek do EBITDA kolem 15 až 20 mil. Kč jsme hodnotili jako poměrně významný a navíc díky potenciálním synergickým efektům se podle našeho názoru mohl pohybovat spíše blíže 20 mil. Kč. Ačkoliv tehdejší indikace samotného managementu ohledně realizace akvizice vyznívali poměrně optimisticky (management PLG hovořil o předběžné písemné dohodě, která z obou stran potvrzovala zájem realizovat transakci), tak nakonec k ní nedošlo. V současnosti se management PLG sice nadále staví otevřeně k případným akvizicím menších či středních pivovarů, nicméně spíše se jedná o obecná prohlášení než o konkrétní záležitosti, které by měly reálnější obrysy. V současnosti tak vnímáme potenciální akvizici pivovaru jako méně pravděpodobnou a proto ji odstraňujeme z našich aktuálních predikcí, což snižuje náš původní výhled produkce, resp. EBITDA o 80 – 100 tis. hl, resp. 15 – 20 mil. Kč.

Pomalejší expanze v on-trade segmentu

Expanze do hospod a restaurací, tedy rozšiřování distribuční sítě v tzv. on-trade segmentu, zatím neprobíhá takovým tempem, jako jsme původně očekávali a jak bylo i původně indikováno samotnou společností. Tento segment (jenž je představován sudovými pivy) je oproti tzv. off-trade segmentu (maloobchod – lahvová piva) profitabilnější (je v něm podle našich odhadů dosahováno zhruba dvojnásobných marží) a pro pivovarské společnosti je tedy zajímavější.

V rámci primární nabídky akcií (IPO), jenž probíhala v květnu 2014, společnost získala na svůj další rozvoj zhruba 370 mil. Kč. Z toho zhruba 200 mil. Kč bylo původně určeno na expanzi v on-trade segmentu (nebo-li gastro segment), přičemž bylo indikováno, že tento objem finančních prostředků by mohl být z větší části proinvestován během let 2014 a 2015. Expanze do gastro segmentu však zatím zůstává za očekáváním, když v loňském roce PLG proinvestovalo 50 mil. Kč, což napomohlo navýšit počet hospod a restaurací nabízející produkty společnosti o zhruba 140 s pozitivním dopadem do roční produkce (prodejů) ve výši cca 20 tis. hl. My jsme očekávali agresivnější přístup s proinvestovanými cca 80 mil. Kč, což podle našich odhadů mělo indikovat akvizici cca 200 – 230 hospod s pozitivním dopadem do ročních prodejů ve výši cca 30 tis. hl.

I v letošním roce je růstová dynamika v on-trade segmentu za naším očekáváním, když jsme předpokládali investice blízko 100 mil. Kč, což podle našich predikcí mělo potenciál navýšit letošní produkci o cca 40 - 50 tis. hl.

Management společnosti v první polovině letošního roku indikoval celoroční investice pod 100 mil. Kč. Vykázaných zhruba 30 mil. Kč (a s tím souvisejících nakontraktovaných 112 nových hospod a restaurací) za prvních devět měsíců letošního roku je však podle našeho názoru nevýrazný výsledek, a to i přesto, že společnost podle svého vyjádření zpřísnila svá kritéria pro hodnocení potenciálních akvizic v tomto segmentu (což v realu znamená, že PLG je opatrnější při uzavírání nových kontraktů s provozovateli restauračních zařízení a to pak brzdí dynamiku růstu). Podle našich aktuálních odhadů se tak letošní investice do gastro segmentu budou pohybovat maximálně kolem 40 mil. Kč a příspěvek do objemů produkce, resp. provozní ziskovosti tak bude výrazně nižší, než byly původní předpoklady. Zatímco námi původně odhadovaný příspěvek do produkce (prodejů) ve výši 40 - 50 tis. hl mohl indikovat pozitivní vliv do EBITDA v rozmezí 15 - 20 mil. Kč, tak investice kolem 40 mil. Kč by mohla přinést do letošních prodejů, resp. EBITDA zisku pouze kolem 15 - 20 tis. hl, resp. 5 - 7 mil. Kč.

Výhled hospodaření

Výše zmíněnou nižší dynamiku růstu v on-trade segmentu z let 2014 a 2015 zohledňujeme i v našich střednědobých výhledech a spolu s nerealizací akvizice pivovaru jsou to dva hlavní faktory, na základě kterých snižujeme výhled výnosů a provozního zisku EBITDA.

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

rok	2015	2016	2017	2018	2019
Výnosy	1218,5	1299,0	1347,3	1349,0	1351,4
EBITDA*	257,0	273,0	285,8	286,6	284,9
EBIT	90,5	108,0	119,7	119,4	117,2
Čistý zisk	65,2	71,2	80,5	84,8	83,5

zdroj: odhady Fio banky; *očistěná EBITDA o jednorázové vlivy

Jak znázorňuje výše uvedená tabulka, tak očekáváme pro nejbližší dva roky rostoucí trend v hospodaření společnosti, když mezi hlavní prorůstové faktory by podle našeho názoru měly nadále patřit jednak akvizice nových hospod a restaurací v on-trade segmentu a jednak posilování exportních aktivit. Společnost PLG vykazuje nízké zadlužení (na konci 1H 2015 se pohybovalo na úrovni 1,2x čistý dluh/EBITDA a na konci letošního roku očekáváme hodnoty poblíž 1,0x) a disponuje tak silnou rozvahou. To podle našeho názoru znamená, že společnost by v budoucnu měla mít k dispozici dostatečný likviditní polštář k tomu, aby mohla nadále investovat do on-trade segmentu a do exportu. Nicméně, jak jsme již naznačili výše, na budoucí růst v on-trade segmentu nyní nahlížíme více konzervativně a tedy nepředpokládáme takovou dynamiku jako v naší předchozí analýze a zároveň v našich aktuálních predikcích nepočítáme s akvizicí pivovaru (v nejbližších dvanácti měsících ji nevidíme jako pravděpodobnou). To nás

Tab.č.6: Předchozí výhled hospodaření (mil. Kč)

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

zdroj: odhady Fio banky; *očistěná EBITDA

Tab.č.7: Původní odhad produkce piva (v tis. hl)

rok	2015	2016	2017	2018	2019
produkce piva	1029	1064	1075	1087	1090

zdroj: odhady Fio banky

Tab.č.8: Aktuální odhad produkce piva (v tis. hl)

rok	2015	2016	2017	2018	2019
produkce piva	920	950	976	978	980

zdroj: odhady Fio banky

Dividendu odhadujeme v rozmezí 3 – 4 Kč na akcii, což indikuje 1,5 – 2 % dividendový výnos.

přimělo ke snížení výhledu výnosů, resp. EBITDA zisku pro roky 2015 – 2018 v průměru o 16 %, resp. 8 % ve srovnání s naší předchozí analýzou a rezultovalo to ve snížení cílové ceny akcie PLG z 201 Kč na 184 Kč.

Dividendová politika

Management společnosti zatím stále indikuje, že první dividendy by mohla být vyplacena v roce 2017 (tedy z čistého zisku roku 2016). Pouze došlo k mírné korekci na horní hraně dividendového výplatního poměru, když původní plány hovořily o 40 – 70% výplatním poměru, zatímco podle posledních zveřejněných zpráv je indikován poměr v rozmezí 40 – 60 % čistého zisku. Náš pohled na dividendovou politiku společnosti zůstává velmi obdobný jako v předchozí analýze a domníváme se, že PLG si bude moci dovolit, díky námi očekávané solidní hotovostní pozici, realizovat výplatní poměr na horní hraně stanoveného rozpětí. Na základě naší prognózy čistých zisků odhadujeme, že dividendy (v případě výplatního poměru mezi 50 – 60 %) by se mohla v nejbližších letech pohybovat v rozmezí 3 – 4 Kč na akcii, což indikuje dividendový výnos mezi 1,5 až 2 %. To je výnos, který je možno označit v rámci pivovarnického sektoru za obvyklý.

Změna majoritního vlastníka

V září letošního roku došlo ve společnosti PLG ke změně majoritního vlastníka, když 79,4% podíl koupila od stávajících majitelů Palace Capital, a.s. (doposud v PLG držel 53,2 %) a GO Solar s.r.o. (doposud držel 26,2 %) společnost LAPASAN s.r.o. Do PLG tak významně vstoupil čínský investor, když LAPASAN je ze 70 % vlastněn čínskou firmou CEFC Investment (Europe) Company a.s. Zbývajících vlastníky jsou J&T Private Equity Group (20 %) a generální ředitel a předseda představenstva PLG Zdeněk Radil (10 %), jenž má navíc předkupní právo na další 10% podíl od CEFC. Celková hodnota transakce činila 1,9 mld. Kč, což oceňovalo celou společnost PLG na cca 2,4 mld. Kč a v přepočtu na jednu akcii to bylo 208 Kč. Nový majoritní vlastník PLG pak následně musel učinit minoritním akcionářům nabídku odkupu. Ta byla oznámena začátkem prosince, a to za cenu 208 Kč za akcii a minoritní akcionáři ji mohou využít do 15. ledna 2016.

Vzhledem k naší nové cílové ceně hodnotíme nabídkovou cenu 208 Kč jako atraktivní, vybízející k využití nabídky odkupu a realizaci zisků. V souvislosti se změnou majoritního vlastníka totiž doposud nebyla nastíněna nová konkrétnější strategie společnosti týkající se např. nových exportních příležitostí na čínském trhu. V naší aktuální analýze tak pracujeme s konzervativnějšími výhledy hospodaření, na základě kterých se nedomníváme, že by se cena akcie PLG měla v nejbližších měsících výrazněji posunout nad dvoustokorunovou hranici. I v rámci níže uvedené analýzy citlivosti (tabulka č.11) je patrné, že nabídková cena 208 Kč se nachází na horní hraně fundamentálního potenciálu. Doporučujeme tak redukovat pozice na akciích PLG.

Ocenění společnosti

Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2015	2016	2017	2018	2019	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,5	0,7	1,0	1,3	1,5	2,0
market return (%)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	8,0
beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
equity risk premium (%)	5,04	4,88	4,64	4,4	4,24	4,8
cost of equity (%)	5,54	5,58	5,64	5,7	5,74	6,8
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	0,83	0,85	0,88	0,93	0,98	1,0
debt weight	0,17	0,15	0,12	0,07	0,02	0,0
WACC (%)	5,01	5,12	5,25	5,49	5,68	6,80

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	90 509	108 021	119 656	119 408	117 151
Tax rate	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
NOPLAT	73 312	87 497	96 922	96 720	94 892
Odpisy	160 193	165 053	166 150	167 222	167 767
CAPEX	-100 000	-100 000	-105 000	-110 000	-110 000
změna ČPK	166 308	97 131	48 787	-23 932	-10 854
CF to the firm	-32 803	55 419	109 285	177 874	163 513
DCF	-2 499	50 153	93 736	143 664	124 035
sum of DCF	409 090				
terminal value	2 028 935				
čistý dluh	282 659				
equity value	2 155 366				
počet emitovaných akcií (tis. ks)	11 688				
cílová cena (CZK)	184				

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

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.11: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	6,40%	6,60%	6,80%	7,00%	7,20%
0,6%	188	180	173	167	161
0,8%	194	186	179	172	165
1,0%	201	192	184	177	170
1,2%	208	199	191	183	176
1,4%	216	206	197	189	181

zdroj: odhady Fio banky

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 (tzv. řemeslným způsobem), 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 – pozitivní vliv do ziskových marží.
- Zkušený 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 v roce 2017 (ze zisku roku 2016).
- Slabší zákaznická základna v Praze a Plzeňském kraji (oblíbenost piv plzeňského typu).

• Příležitosti

- Akvizice nových restaurací, tedy potenciál nadále navyšovat distribuční síť v on-trade segmentu.
- Akvizice středně velkého pivovaru o ročním výstavu cca 80 tis. hl.
- Plány více se prosadit na slovenském trhu, zejména v on-trade segmentu.
- 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 takového 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.

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 23.12.2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 2 doporučení akumulovat, 1 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