

Investiční výzkum

Kofola ČeskoSlovensko



Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 459 Kč

Kofola ČeskoSlovensko

Souhrn doporučení

Doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12M):	459 Kč
Předchozí doporučení (6.3.2017):	Koupit
Předchozí cílová cena (6.3.2017):	486 Kč
Datum vydání:	9. 4. 2018

Základní informace

Odvětví:	výroba nealkoholických nápojů
Tržní kapitalizace:	9,2 mld. Kč
Závěrečná cena k 6. 4. 2018:	406 Kč
Roční maximum:	440 Kč
Roční minimum:	392,1 Kč
Zařazeno v indexu:	PX
Podíl v indexu PX:	0,33 %

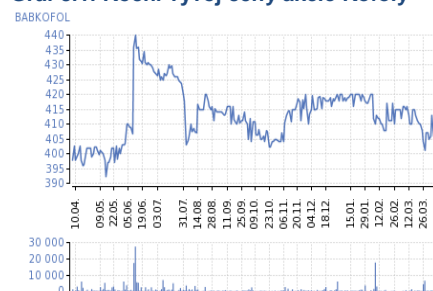
Struktura akcionářů

AETOS a.s.	68,0 %
CED Group S.a.r.l.	20,96 %
RADENSKA d.o.o.	5,0 %
Ostatní	6,04 %

V naší nové analýze na výrobce nealkoholických nápojů Kofola ČeskoSlovensko **snižujeme cílovou cenu z úrovně 486 Kč na 459 Kč a zároveň přistupujeme ke snížení investičního doporučení z „koupit“ na „akumulovat“**. Cílová cena se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu. Mezi hlavní důvody snížení cílové ceny patří **poklesy hospodaření na polském trhu a pomalejší začlenění chorvatské akvizice Studenac** a s tím související pozvolnější tempa růstu na chorvatském trhu než jsme očekávali v předchozí analýze. Zejména na základě toho tak snižujeme prognózu hospodaření jak pro letošní rok, tak pro období 2019 – 2021. Predikci tržeb, resp. provozního zisku EBITDA pro rok 2018 snižujeme o téměř 7 % na cca 7017 mil. Kč, resp. 9,1 % na 1032 mil. Kč. Pro střednědobý horizont (2019 – 2021) jsme pak ponížili naši projekci výnosů, resp. EBITDA v průměru o 6,2 % na úroveň poblíž 7100 mil. Kč, resp. 6,5 % na hladinu kolem 1100 mil. Kč. **Přestože jsme oproti naší předchozí analýze přistoupili ke snížení výhledu hospodaření, tak nadále v našich projekcích ponecháváme růstový potenciál.**

Hlavním impulsem do letošní provozní ziskovosti zůstávají (stejně jako v předešlé analýze) nižší ceny cukru (cca -25 % y/y), což je důsledek loňské liberalizace evropského trhu s cukrem a pozitivně to ovlivní především ziskovost na jádrovém česko-slovenském trhu. Po loňských a předloňských problémech v Polsku, kde byla Kofola výrazně negativně zasažena poklesem prodeje jednomu z významných zákazníků, by se již měla situace stabilizovat, resp. postupně zlepšovat po realizaci stabilizačních a restrukturalizačních opatření spočívající **v koncentraci produkce do jediného závodu a změně obchodní strategie s cílem preferovat prodeje vlastních značek na úkor nízkomaržových privátních značek.** Očekáváme tak posun polské EBITDA z loňských velmi nízkých 22 mil. Kč ke zhruba 40 mil. Kč v roce 2018, resp. k 50 – 70 mil. Kč ve střednědobém horizontu, když impulsem by měly být i loňská akvizice **Premium Rosa a distribuce ledových čajů Nestea.** Bez případné další akvizice se však provozní zisky plynoucí z Polska zřejmě těžko budou výrazněji posouvat k úrovni 100 mil. Kč a EBITDA marže k hladině 10 %.

Chorvatská akvizice Studenac se rozjíždí pomaleji, než jsme očekávali a než předpokládala i samotná Kofola. Realizace stabilizačních opatření, jako např. vypovídání nevýhodných smluv se zákazníky uzavřenými ještě předchozím vlastníkem, a celková konsolidace Studenacu do skupinového byznys modelu výrazněji tlumila prodeje zejména v 1H 2017. Do toho loni působilo vynakládání rozvojových nákladů na prodejní tým, logistiku či IT systémy. **Všechny tyto aspekty by již měly v letošním roce nastartovat**

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie Kofoly

 zdroj: www.fio.cz/e-broker

chorvatské podnikání a posunout ho do kladných čísel. Kofola cíluje EBITDA marži z Chorvatska do rozmezí 10 – 15 %. Pro letošní rok zatím očekáváme marži pod 10 % s EBITDA mezi 20 – 30 mil. Kč, od roku 2019 by se již potenciál chorvatského trhu měl naplňovat výrazněji **s tržbami blízko 500 mil. Kč a EBITDA alespoň kolem 60 mil. Kč, když očekáváme plné projevení synergií se slovinskou Radenskou.**

Projekci provozní ziskovosti ve srovnání s předchozí analýzou výrazněji neměníme u česko-slovenského a slovinského trhu. Ve Slovinsku nadále očekáváme silnou pozici Kofoly, která by ještě mohla být podpořena širším produktovým portfoliem díky spolupráci se Studenacem. EBITDu ze Slovinska tak stále ve střednědobém horizontu predikujeme mírně přes 200 mil. Kč, což je nárůst z loňských 193 mil. Kč. S impulsem v podobě nižších nákladů na cukr, jenž by měl letos podpořit hlavně hospodaření na česko-slovenském trhu a posunout tamní provozní ziskovost ze 740 mil. Kč na úroveň kolem 775 mil. Kč jsme počítali již v předešlé analýze. Ve střednědobém horizontu pak již na tomto jádrovém trhu, jenž je do značné míry saturovaný, nepočítáme s výraznějšími posuny ziskovosti. V ČR mohou mírně pozitivně působit akvizice Titbit, jenž podpoří byznys s UGO salateriemi a šťávami, a výrobce bylinných čajů Leros. Jsou to však menší akvizice s potenciálním impulsem do zisků maximálně v řádu nižších desítek miliónů korun.

Oproti předchozí analýze upravujeme výhled dividend. Kofola již podruhé překvapila dividendou ve výši 13,5 Kč na akcii. Poprvé loni, kdy se (po dividendě 7 Kč na akcii vyplacené na konci roku 2016) rozhodla rozdělit mezi akcionáře výše zmíněných 13,5 Kč (vyplaceno v polovině roku 2017) a podruhé letos, když na konci března management oznámil záměr vyplatit meziročně stabilní dividendu. A to navzdory loni oznámené dividendové politice vyplácet minimálně 60 % čistého zisku. Námí konzervativně uvažovaný výplatní poměr mezi 70 – 80 % indikoval letošní dividendu mezi 8 – 9 Kč na akcii. Kofola se však letos rozhodla vyplatit více než 100 % loňského čistého zisku a udržet tak dividendu stabilní ve výši 13,5 Kč (3,3% dividendový výnos). To značí silnou likvidní pozici společnosti, když letošní provozní cash flow by mělo být robustnější zejména díky nižším cenám cukru a v kombinaci s plánovaným meziročním poklesem CAPEX o 20 % to vytváří dostatečně silné volné cash flow k tomu, aby letos Kofola vyplatila stejnou dividendu jako loni. Dividendová politika vyplácet minimálně 60 % čistého zisku poskytuje Kofole značnou flexibilitu při rozhodování o budoucích dividendách, a to např. v případě realizace větší akvizice typu Radenske či Studenac. **Letošní záměr udržet meziročně stabilní dividendu nás však přiměl navýšit výhled dividend pro nejbližší 2 – 3 roky z úrovně 9 – 10 Kč na 13 – 14 Kč na akcii.** Za předpokladu nerealizace větší akviziční příležitosti námí predikovaný vývoj cash flow takovou dividendu umožňuje. Silné provozní cash flow podpořené námí očekávaným zlepšením provozní ziskovosti, CAPEX ustálené maximálně poblíž 450 mil. Kč a zadluženost v rozumné výši v rozmezí 2 – 2,5x EBITDA, to vše může vytvářet podmínky pro udržení minimálně stabilní úrovně dividend pro nejbližší roky.

Sledovaným tématem letošního roku bude případný úplný exit CED Group z akcionářské struktury Kofoly. Možnost prodeje zbylého 21% podílu CED Group, a to buď formou private placementu (tedy napřímo danému investorovi mimo burzu) či veřejné nabídky, byla nastíněna již

Tabulka č.1: Základní ukazatele (mil. Kč)

rok	2015	2016	2017
Tržby	7191	6999	6963
EBITDA	1103	1064	950
Čistý zisk	374	342	231

zdroj: Kofola

Tabulka č.2: Tržby v jednotlivých zemích (v mil. Kč)

rok	2015	2016	2017
Česká republika	2639	2808	2899
<i>podíl na celku</i>	<i>37%</i>	<i>40%</i>	<i>42%</i>
Slovensko	1580	1581	1629
<i>podíl na celku</i>	<i>22%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>
Polsko	2309	1736	1249
<i>podíl na celku</i>	<i>32%</i>	<i>25%</i>	<i>18%</i>
Slovinsko	524	673	735
<i>podíl na celku</i>	<i>7%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>
Ostatní	138	200	451
<i>podíl na celku</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>6%</i>

zdroj: Kofola

Pozn.: segment „ostatní“ je tvořen zejména Chorvatskem, zbytek tvoří export do ostatních zemí

v polovině loňského roku s tím, že by se mohl v závislosti na tržních podmínkách uskutečnit v průběhu roku 2018. Vedle toho je v plánu možnost, že majoritní vlastník AETOS (rodina Samarasů) nabídne investorům až 3 % svých akcií Kofoly, a to opět prostřednictvím private placementu nebo veřejné nabídky.

Realizace exitu CED Group přes veřejnou nabídku by výrazně navýšila free float ze současných 6 % až na 27 %, což by zvýšilo likviditu s akciemi Kofoly a vytvořilo by to potenciál pro vyšší objemy obchodů. **Vyšší free float by pak mohl, za předpokladu příznivého vývoje letošních výsledků hospodaření, přitáhnout zájem větších investorů o akcie Kofoly s pozitivním dopadem do jejich ceny.** V případě exitu ve formě private placementu by sice nedošlo k nárůstu free floatu, nicméně i tak by to mohl být pozitivní impuls pro cenu akcie, když očekáváme, že CED Group by požadoval určitou prémii vůči tržní ceně. I zde je ovšem podle našeho názoru nutné investorům předvést zlepšující se hospodaření. Bez lepších letošních čísel by případná veřejná nabídka či private placement naopak mohla dostávat akcie Kofoly pod negativní tlak.

V celkovém kontextu náš pohled na akcie Kofoly, i přes snížení cílové ceny ze 486 Kč na 459 Kč, zůstává pozitivní. **Ve vztahu k naší cílové ceně se nadále pohybují na atraktivních úrovních a skýtají v sobě zhruba 13% růstový potenciál.**

Tabulka č.3: Tržby podle produktových segmentů (v mil. Kč)

rok	2015	2016	2017
Sycené nápoje	3514	3274	2946
<i>podíl na celku</i>	<i>49%</i>	<i>47%</i>	<i>42%</i>
Vody	1855	1874	2068
<i>podíl na celku</i>	<i>26%</i>	<i>27%</i>	<i>30%</i>
Sirupy	871	726	671
<i>podíl na celku</i>	<i>12%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Nesycené nápoje	560	544	620
<i>podíl na celku</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>
Ostatní	392	581	658
<i>podíl na celku</i>	<i>5%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>

zdroj: Kofola

Představení společnosti

Společnost Kofola ČeskoSlovensko (dále jen Kofola) je významným výrobcem a distributorem nealkoholických nápojů s působností ve střední a jihovýchodní Evropě. Konkrétně, společnost realizuje svoji podnikatelskou činnost na českém a slovenském trhu, v Polsku a rovněž ve Slovinsku a Chorvatsku. Kofola provozuje celkem šest výrobních závodů, dva jsou situovány v České republice a po jednom v Polsku, na Slovensku, ve Slovinsku a Chorvatsku. Celkový počet zaměstnanců se pohybuje kolem dvou tisíc.

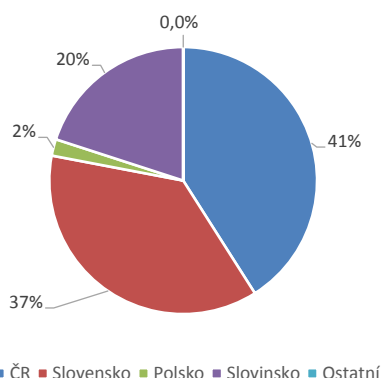
V portfoliu společnosti se nachází zhruba 35 značek. Klíčovou značkou je kolový nápoj Kofola, který tvoří zhruba 24 % celkových tržeb společnosti. Mezi další stěžejní značky patří např. minerální vody Rajec, Radenska a Studenac, sycené nápoje Vinea a Hoop cola, sirupy Jupí a Paola. Důležitými produkty jsou rovněž např. dětské nápoje Jupík, energetické nápoje Semtex či v posledním období rostoucí ovocné a zeleninové šťávy UGO.

Vedle vlastních značek Kofola licenčně vyrábí a distribuuje pro česko-slovenský trh nápoje jako RC Cola a Orangina. Začátkem roku 2013 se Kofola stala výhradním distributorem minerálních vod Evian a Badoit pro československý trh, od poloviny roku 2013 pak pro tuzemský trh distribuuje minerální vody Vincentka. Mezi významnější kontrakty patří zahájení spolupráce s výrobcem džusů a sirupů Rauch, na základě které Kofola od začátku roku 2015 exkluzivně distribuuje a částečně i licenčně vyrábí produkty Rauch pro český a slovenský trh. Ve Slovinsku a Chorvatsku společnost licenčně vyrábí a distribuuje produkty firmy Pepsi.

Dva základní prodejní kanály: retail a HoReCa

Trh s nealkoholickými nápoji je tvořen dvěma základními segmenty. Jedná se o segment maloobchodu (nebo-li tzv. retail a je tvořen hlavně maloobchodními řetězci) a segment restaurací a hotelů (nebo-li segment gastronomie, ve zkratce zvaný také jako HoReCa). Třetím, nicméně menším prodejním kanálem je tzv. segment impuls, který je tvořen zejména benzínovými pumpami. Vyjma polského trhu, kde společnost působí pouze v maloobchodním segmentu, se Kofola realizuje v obou hlavních prodejních kanálech. Segment restaurací a hotelů je profitabilnější, jsou v něm realizovány větší ziskové marže. Z pohledu celkových tržeb je však větším segmentem maloobchod, když na českém, resp. slovenském trhu v něm Kofola realizuje zhruba 67 %, resp. 61 % tržeb. Zbýlých cca 33 %, resp. 39 % pak připadá na gastro segment. V Adriatickém regionu (Slovinsko, Chorvatsko) převažuje výrazněji maloobchod s cca 74% podílem na celkových tržbách plynoucí z této oblasti.

Graf č.2: EBITDA v jednotlivých zemích (za rok 2017)



zdroj: Kofola

Postavení Kofoly na trhu s nealkoholickými nápoji

Kofola je společnost, která má poměrně významné postavení na trhu. Jedničkou trhu je na Slovensku, a to jak v segmentu HoReCa s cca 35% tržním podílem (nicméně v těsném závěsu se zhruba 34 - 35% podílem je společnost Coca-Cola, ostatní konkurenti již výrazněji ztrácejí s tržními podíly do 10 %), tak v segmentu maloobchodu, kde opanuje zhruba 19 % trhu (dvojka trhu Coca-Colou má cca 12% podíl). Na českém trhu je Kofola celkově dvojkou za Coca-Colou. Konkrétně v HoReCa jí patří cca 24 % trhu (Coca-Cole zhruba 44 %, zbylé větší společnosti jako Pepsi nebo Karlovarské minerální vody (KMV) již s cca 10% tržními podíly ztrácejí). V tuzemském maloobchodním segmentu je situace vyrovnanější, všichni velcí hráči drží každý cca 14 – 15 % trhu.

Česko-slovenský trh je pro Kofolu z hlediska výkonnosti nejvýznamnější a lze ho označit za trh jádrový. Za rok 2017 na něm společnost realizovala 65 % celkových výnosů a 78 % celkového provozního zisku EBITDA. Samotný český trh se podílí 42 % na celkových výnosech, podíl EBITDA pak činí 41 %. Na Slovensku Kofola realizuje 23 % veškerých tržeb a 37 % celkové EBITDA.

Podíl polského trhu na celkových výnosech, resp. EBITDA za loňský rok dosahoval úrovně 18 %, resp. 2 %. Kofola na tomto velkém a silně konkurenčním trhu ztrácela pozice, když ještě v roce 2016 zde realizovala 25 % celkových tržeb a 12,5 % celkové EBITDA. Tržní podíl by se tak dle našich odhadů měl pohybovat maximálně v řádu nízkých jednotek procent. Přesto v jednotlivých produktových segmentech Kofola v Polsku zaujímá slušné postavení, když je dvojkou na trhu sirupů (sirupy Paola) a číslem tři v kolových nápojích (Hoop cola).

S akvizicemi v podobě slovinského, resp. chorvatského producenta nealkoholických nápojů Radenska (začátek roku 2015), resp. Studenac (konec roku 2016), nabírá na důležitosti tzv. Adriatický region (Balkán). Tento geografický segment (včetně exportů do ostatních zemí) v roce 2017 tvořil 17 % tržeb a 20 % EBITDA. Na úrovni tržeb se tak již vyrovnal polskému trhu, v provozní ziskovosti již Polsko výrazně převyšuje. Zejména na slovinském trhu se totiž Kofole daří realizovat vysoké provozní marže poblíž 26 %. Radenska je ve Slovinsku zavedenou značkou a je jedničkou trhu v kategorii minerálních vod. Akvizicí Radenske tak Kofola získala na slovinském trhu výsadní postavení, celkově je tamní jedničkou na trhu nealkoholických nápojů.

Produktové portfolio společnosti je rozděleno do pěti segmentů. Největší cca 42% podíl na celkových tržbách mají sycené nápoje, kde významnou váhu má klíčová značka Kofola. Následuje segment vod se zhruba 30% podílem na tržbách, pak kategorie sirupů (10 %), nesycených nápojů (9% podíl, sem se řadí např. výše zmíněné dětské nápoje Jupík, džusy či ledové čaje značky Rauch) a segment ostatní (9 %), kam patří zejména UGO bary a salaterie, UGO lahvičky a energetické nápoje Semtex.

Výsledky hospodaření za rok 2017

Tabulka č.4: Hospodaření za rok 2017

mil. Kč	2017	odhady Fio	2016	y/y
Tržby	6963	6908	6999	-0,5%
EBITDA	950	945	1064	-10,7%
EBIT	385	411	541	-28,9%
Čistý zisk	231	281	342	-32,4%
Zisk na akcii (Kč)	10,9	13,3	16,2	-32,7%

zdroj: Kofola

EBITDA za rok 2017 klesla o 10,7 % na 950 mil. Kč při téměř stagnujících tržbách 6963 mil. Kč. Výsledky byly tlumeny zejména vyššími náklady na cukr, slabým Polskem a pomalejším začleněním nové chorvatské akvizice Studenac

Loňské výsledky hospodaření nebyly příliš přesvědčivé. Vyšší náklady na cukr byly předpokládaným negativním faktorem a tlumily provozní ziskovost zejména na jádrovém česko-slovenském trhu. Za našim očekáváním se však vyvíjelo hospodaření na polském a chorvatském trhu. Výsledky v Polsku jsou slabé již druhý rok v řadě. Problémy započaly primárně tím, že jeden z významných polských zákazníků (maloobchodní řetězec Biedronka) změnil strategii a začal více diversifikovat své dodavatele. Prodeje Kofoly tomuto řetězci tak začaly klesat (šlo zejména o privátní značky) a navíc Biedronka vytvářela tlak na marže. Klesající marže posléze přiměly Kofolu k dalšímu omezování prodejů. Tyto problémy pak vyústily v klesající tržby a provozní zisky na polském trhu v letech 2016 a 2017.

Za očekáváním loni zůstávaly i výsledky nové chorvatské akvizice Studenac. Příspěvek do tržeb jsme prognózovali alespoň kolem hladiny 320 - 330 mil. Kč, zatímco skutečnost se zřejmě pohybovala těsně pod úrovní 300 mil. Kč (Kofola výsledky za Studenac přímo nereportuje). Příspěvek do provozní ziskovosti byl za loňský rok prakticky nulový (EBITDA za segment „ostatní“, kam se řadí zejména Chorvatsko a dále exporty do ostatních zemí, byla za rok 2017 v záporu 5 mil. Kč), management Kofoly přitom očekával alespoň 25 – 30 mil. Kč, naše původní odhady byly posazeny dokonce poblíž hladiny 50 mil. Kč. Naopak pilířem loňských výsledků byl slovinský trh. Akvizice slovinské Radensky realizovaná v roce 2015 se Kofole vyplácí, lze ji hodnotit pozitivně. Kofole totiž i v průběhu roku 2017 rostly na slovinském trhu tržby, za celý loňský rok se zvýšily o 9,2 % y/y na 735 mil. Kč. Dále se tak příznivě projevují dřívější investice do budování prodejního týmu, investice do informačních systémů a obecně aplikování byznys modelu, jenž je realizován na „domácím“ česko-slovenském trhu. Tyto aspekty se pozitivně promítly i do tamní provozní ziskovosti, když EBITDA za rok 2017 vykázala velice slušný růst o 29,5 % y/y na 193 mil. Kč.

Celkově však negativní vlivy převážily a Kofola v roce 2017 vykázala 10,7% pokles EBITDA na 950 mil. Kč při téměř stagnujících tržbách 6963 mil. Kč. Na listopadovém konferenčním hovoru byl management Kofoly o něco optimističtější, když plánoval celoroční EBITDu blízko 1 mld. Kč. Bylo tak patrné, že Kofola, po slabším prvním pololetí a výsledcích za 3Q 2017, které nijak výrazně nepřekvapily, vyhlížela silný poslední kvartál loňského roku. To se naplnilo jen částečně. Kofola za 4Q 2017 představila meziročně lepší výsledky na všech úrovních hospodaření, hlavní ukazatel EBITDA zisk vzrostl o 14,7 % y/y na 244 mil. Kč. Společnost vykázala lepší než námi očekávané výsledky ve Slovinsku s růstem tržeb o 20,1 % y/y na 161 mil. Kč a EBITDA ve výši 35 mil. Kč po předloňské provozní ztrátě 11 mil. Kč. Standardně velmi slušnou výkonnost vykázal slovinský byznys s EBITDA ve výši 74 mil. Kč (+5,7 % y/y) a s vysokou EBITDA marží poblíž 20 %. Nad naše odhady se vyvíjel český trh, kde Kofola realizovala růst EBITDA o 13,7 % y/y na 141 mil. Kč (naše predikce činila 120 mil. Kč), když se již částečně promítly nižší náklady na cukr díky podzimní liberalizaci evropského trhu s cukrem. Za očekáváním nadále zůstávalo Polsko, chorvatské podnikání díky Studenacu již výrazněji přispívalo do výnosů, nicméně nákladová strana byla podle našeho názoru nadále zatěžována rozvojovými náklady a tak příspěvek do EBITDA byl ve 4Q 2017 záporný v řádu jednotek miliónů korun.

Management posléze v konferenčním hovoru s investory vysvětlil disproporci

mezi skutečnou EBITDA za rok 2017 ve výši 950 mil. Kč a cílem 1 mld. Kč. Na vině byl slabý prosinec, kdy došlo k neočekávanému snížení předzásobení ze strany maloobchodních řetězců (zejména v ČR jako Kaufland či Tesco) s negativním dopadem do EBITDA ve výši 50 mil. Kč. Nebýt tohoto výpadku, tak by se EBITDA za 4Q 2017 přiblížila 300 mil. Kč a za celý rok by dosáhla výše zmíněných 1 mld. Kč. Tyto neprodané objemy se nicméně přesunou do letošního ledna, což pozitivně ovlivní výsledky za 1Q 2018.

Je však třeba připomenout, že původní výhledy managementu z počátku loňského roku byly ještě optimističtější a naznačovaly za rok 2017 zhruba meziročně stabilní provozní ziskovost, tedy kolem úrovně 1060 mil. Kč.

Výhled hospodaření

Tabulka č.5: Výhled hospodaření				
mil. Kč	2018	2019	2020	2021
Tržby	7017	7110	7096	7123
EBITDA	1032	1093	1104	1110
EBIT	375	438	449	455
Čistý zisk	230	278	287	295

zdroj: odhady Fio banky

V ČR letos další růst tržeb, po loňských poklesech letošní růst EBITDA na jádrovém česko-slovenském trhu

Letošní rok by se měl podle našich odhadů vyvíjet příznivějším směrem. Námí předpokládaný růst ziskovosti by měl být podporován hlavně nižšími náklady na cukr a zlepšenou výkonností na chorvatském a polském trhu.

Nižší ceny cukru, to je pozitivní faktor, se kterým jsme v našich prognózách již dříve počítali a který se naplňuje. Loňská podzimní liberalizace evropského trhu s cukrem, spočívající ve zrušení dovozních kvót, ve zrušení produkčních kvót či minimálních cen cukrové řepy, vytvářela již v průběhu roku 2017 výrazný tlak na pokles cen. Za celý loňský rok se ceny cukru na evropských burzách posunuly níže o přibližně 25 %, což vytvářelo velmi příznivé podmínky pro vyjednávání, když Kofola vždy na podzim uzavírá se svými dodavateli cukru kontrakty na celý další rok. Kofola indikovala, že na rok 2018 uzavřela o cca 25 % nižší ceny cukru, což by v absolutním vyjádření znamenalo ceny poblíž 400 EUR/t. Management společnosti pak ještě upřesnil průměrnou letošní cenu na 385 EUR/t, což je pokles z loňských 520 EUR/t. Náklady na cukr (sladidla) tvoří zhruba třetinu materiálových nákladů a cca 14 % celkových provozních nákladů Kofoly. Je to tedy výrazná nákladová položka a výše naznačený pokles cen by měl mít poměrně významný dopad do EBITDA pohybující se kolem 90 mil. Kč. Nižší náklady na cukr by tak měly být hlavním pozitivním faktorem do letošních výsledků hospodaření, podle našeho názoru bude tímto vlivem podpořena

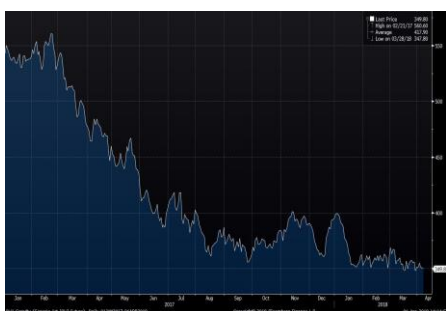
Tabulka č.6: Předchozí výhled hospodaření

mil. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby	7443	7538	7589	7575	7582
EBITDA	1060	1135	1184	1171	1180
EBIT	539	613	662	651	659
Čistý zisk	359	416	455	447	453

zdroj: odhady Fio banky

Nižší ceny cukru budou letos hlavním pozitivním impulsem do ziskovosti Kofoly. Pozitivní dopad do EBITDA: 90 mil. Kč.

Graf č.3: Vývoj ceny cukru na evropském trhu od roku 2017 (USD/t)



zdroj: Bloomberg

Naopak mezi hlavní negativní faktory budou patřit vyšší mzdové náklady. Nepříznivý dopad do letošní EBITDA: 50 mil. Kč.

Na českém trhu v roce 2018 očekáváme další nárůst tržeb (cca +2 % na 2950 mil. Kč). Podporou budou jak akvizice Titbit a Leros, tak loňské zvyšování cen.

V ČR letos očekáváme i růst EBITDA zisku (cca +5,4 % na 411 mil. Kč). Podporou zejména nižší náklady na cukr.

provozní ziskovost zejména na česko-slovenském trhu. Na těchto dvou trzích totiž náklady na cukr dosahují nejvyššího podílu na materiálových nákladech, konkrétně v ČR je to cca 40 % a na Slovensku cca 25 %. To vychází z produktového mixu, když významné objemy prodejů v obou zemích jsou tvořeny prémiovou značkou Kofola a dalšími produkty s obsahem cukru.

Na druhou stranu brzdou (zejména pro český trh) budou vyšší mzdové náklady. Rostoucí tuzemská ekonomika vytváří nerovnováhy na trhu práce, kde nedostatek pracovních sil tlačí na růst mezd. Tato situace doléhá i na Kofolu, která tak pro letošek indikovala růst mzdových nákladů za celou skupinu o zhruba 50 mil. Kč. Celkově by se tak mzdové náklady měly letos pohybovat poblíž úrovně 1250 mil. Kč. Předpokládáme však, že efekt nižších nákladů na cukr převáží a že EBITDA z jádrového česko-slovenského trhu za letošní rok vykáže růst o cca 5 % na 775 mil. Kč. Na tuzemském trhu by se tedy podle našich odhadů mohla provozní ziskovost přehoupnout přes hranici 400 mil. Kč k úrovni kolem 411 mil. Kč (+5,4 % y/y), na Slovensku pak předpokládáme meziroční zvýšení o zhruba 4 % na 364 mil. Kč.

Na úrovni tržeb očekáváme v ČR mírný růst o téměř 2 % na hladinu kolem 2950 mil. Kč. Loňský rok byl z pohledu tržeb na českém trhu poměrně vydařený. Na tomto náročném a konkurenčním trhu společnost rostla o 3 %. Přesto predikujeme, že Kofola loňskou úroveň tržeb překoná. Domníváme se, že by ještě letos mohla částečně profitovat z loňského zvyšování cen (které započalo ve 2Q 2017), když management plánuje vyšší ceny produktů udržet i v roce 2018. Podporou bude i loňská akvizice tuzemského výrobce salátů Titbit, jenž by letos mohla generovat do tržeb dalších minimálně 50 mil. Kč. Je třeba zmínit rovněž akvizici z konce 1Q 2018 v podobě výrobce bylinných čajů a léčivých produktů Leros, jehož roční výnosy se pohybují poblíž 130 mil. Kč. Očekáváme, že Leros bude nejpozději od poloviny letošního roku konsolidován do skupiny Kofola, jeho příspěvek do tuzemských tržeb tak odhadujeme alespoň kolem 60 mil. Kč. Na Slovensku, kde je Kofola jedničkou trhu, nepředpokládáme nějaký zásadnější impuls do letošních tržeb, které tak čekáme téměř stabilní kolem hladiny 1624 mil. Kč

Adriatický region v roce 2018 nadále růstový

Již znatelnější příspěvek do celkového hospodaření očekáváme od chorvatského Studenacu. V minulém roce probíhala postupná stabilizace chorvatského byznysu, když Kofola např. s některými zákazníky vypovídala nevýhodné smlouvy (které byly ještě uzavřeny Podravkou, tehdejším majitelem tohoto výrobce minerálních vod) a následně uzavírala smlouvy nové. Celková konsolidace chorvatského byznysu do skupiny Kofola byla nakonec složitější než management původně plánoval. I kvůli tomu bylo podnikání Studenacu v 1H 2017 tlumeno a začalo se více projevovat do celkových čísel Kofoly (zejména na úrovni tržeb) až od druhé poloviny roku. Dále loni probíhaly investice do nového prodejního týmu, do logistiky či do IT systémů. Výše zmíněné stabilizační prvky a realizace rozvojových nákladů by se podle našeho názoru měly v letošním roce pozitivně projevovat jak do tržeb, tak především do ziskovosti.

Podle managementu Kofoly je proces začlenění Studenacu do struktury celé společnosti u konce, měly by tak být vytvořeny podmínky k tomu, aby

Z chorvatského trhu již letos očekáváme výraznější provozní ziskovost, mezi 20 – 30 mil. Kč. Ve Slovinsku předpokládáme opět silnou provozní marži kolem 26 % s EBITDA poblíž 200 mil. Kč.

V Polsku letos další pokles tržeb, na úrovni provozní ziskovosti již předpokládáme obrat. Bez případných akvizic však neočekáváme výraznou EBITDA (cca 40 mil. Kč).

akvizice Studenacu začala letos postupně naplňovat svůj potenciál. Jestliže Kofola loni na chorvatském trhu realizovala tržby ve výši 325 mil. Kč, tak v roce 2018 očekáváme jejich přiblížení k hranici 400 mil. Kč, z čehož většina by měla být realizována Studenacem. Zejména však již letos předpokládáme viditelnější příspěvek do provozní ziskovosti. Nelze očekávat, že Kofola bude na chorvatském trhu realizovat stejně vysokou EBITDA marži (20 – 25 %) jako ve Slovinsku. Chorvatsko je totiž z geografického pohledu velmi členité, specifické a distribuce je tam náročnější a tím pádem i dražší než tomu je v geograficky přívětivějším Slovinsku. Kofola cíluje EBITDA marži pro chorvatský trh do rozmezí 10 – 15 %, což by indikovalo EBITDA ve výši 40 – 60 mil. Kč. To je podle našeho názoru pro letošní rok zatím příliš optimistická úroveň. Za úspěch bychom považovali, kdyby Kofola v Chorvatsku vygenerovala do EBITDA cca 20 – 30 mil. Kč. Segment „ostatní“, tzn. Chorvatsko plus exporty do ostatních zemí by pak mohl vytvořit tržby kolem úrovně 565 mil. Kč (+25,3 % y/y) a EBITDA by se mohla dostat z loňské ztráty 5 mil. Kč do zisku poblíž 20 mil. Kč.

Na slovinském trhu očekáváme silné výsledky hospodaření i v letošním roce. Předpokládáme, že Kofola na tamním trhu udrží vysoké marže poblíž 26 % s výnosy kolem 760 mil. Kč (+3,4 % y/y) a EBITDA blízko 200 mil. Kč (cca +4,2 % y/y). Kofola má díky Radenske ve Slovinsku silné postavení, je jedničkou na trhu minerálních vod jak v segmentu retail tak HoReCa a má tedy veškeré předpoklady být cenovým lídrem s pozitivním dopadem do ziskovosti.

Polsko – náročný trh, výzva pro Kofolu v letošním roce

Sledovanou záležitostí letošního roku bude vývoj na polského trhu. Cílem Kofoly je zvrátit trend klesající ziskovosti, který byl patrný v letech 2016 a 2017. Management Kofoly v posledních dvou letech provedl několik restrukturalizačních opatření, jenž mají za cíl opět nastartovat tamní byznys. Jednak jde o uzavření dvou výrobních závodů (nejprve byla na konci 3Q 2016 ukončena výroba v Bielsku Podlaskim, posléze pak na konci roku 2017 v Grodzisku) a koncentraci produkce do jediné továrny v Kutně s cílem uspořít náklady, a jednak o změnu obchodní strategie spočívající ve zvyšování prodeje vlastních značek s vyšší marží na úkor prodeje nízkomaržových privátních značek. Určitý posun v tomto směru již byl patrný v loňském roce, kdy se podíl prodeje vlastních značek meziročně zvýšil o 7 procentního bodu na 49 %.

Na úrovni tržeb lze předpokládat pokles i v roce 2018, nicméně téměř 30% propad z loňského roku by se již opakovat neměl. Očekávaný pokles výnosů vyvolaný uzavřením výrobního závodu v Grodzisku by totiž měl být částečně kompenzován akvizicí výrobce přírodních produktů Premium Rosa (sirupy, šťávy, džemy apod.) a distribucí ledových čajů Nestea od společnosti Nestle Waters. Roční výnosy Premium Rosa by podle našich odhadů měly přesahovat 100 mil. Kč, na letošek predikujeme tržby cca 120 mil. Kč. Distribuce Nestea by pak měla přinést do ročních tržeb cca 150 mil. Kč. Celkově tak očekáváme, že Kofola letos na polském trhu vygeneruje tržby ve výši 1118 mil. Kč, což je meziroční pokles o zhruba 10 %.

Výše zmíněné restrukturalizační kroky by však již měly podle plánů Kofoly letos přinést na úrovni provozní ziskovosti obrat. V loňském roce Kofola dosáhla na polském trhu dna, když EBITDA dosáhla velmi nízkých 22 mil. Kč

V roce 2018 očekáváme růst EBITDA o 8,6 % na 1032 mil. Kč při mírném téměř 1% růstu tržeb na 7017 mil. Kč. Vyšší odpisy budou tlumit čistý zisk, jenž tak předpokládáme stabilní kolem úrovně 230 mil. Kč.

Růstový potenciál zejména na chorvatském trhu díky synergickým efektům mezi Radenskou a Studenacem. Nárůst výnosů v Chorvatsku k hranici 500 mil. Kč a EBITDA k úrovni kolem 60 mil. Kč.

a EBITDA marže pouhých 2 % (snížení z loňských 8 %). V letošním roce zatím neočekáváme, že by EBITDA bez realizované další menší či středně velké akvizice přesáhla úroveň 50 mil. Kč, spíše předpokládáme provozní ziskovost poblíž 40 mil. Kč s EBITDA marží mezi 3 – 4 %. To jsou stále poměrně nízké úrovně, se kterými se management Kofoly zřejmě nespokojí. Kofola již dala najevo, že na polském trhu aktivně vyhledává další akviziční příležitosti s cílem doplnit portfolio značek a dosáhnout vyšší ziskovosti. V letošním roce by dle vyjádření managementu společnosti mělo dojít k vyhodnocení restrukturalizačních opatření a stanovené strategie. Podle našeho názoru je jednou z variant i možný odchod z polského trhu, pokud by se marže a provozní ziskovost nijak výrazněji nezlepšovaly. Zatím jsou však ze strany managementu vidět snahy o setrvání na tomto vysoce konkurenčním trhu, o čemž svědčí loňská akvizice Premium Rosa a smlouva o distribuci ledových čajů Nestea.

Celkově tak predikujeme, že Kofola za rok 2018 vykáže mírný růst tržeb o cca 0,8 % y/y na úroveň kolem 7017 mil. Kč a růst EBITDA o 8,6 % na 1032 mil. Kč. Výhled Kofoly je mírně konzervativnější, když letošní EBITDA cíluje na 1000 mil. Kč. Provozní zisk EBIT a čistý zisk však budou negativně ovlivněny nárůstem odpisů. Kofola totiž ve 4Q 2017 provedla navýšení odpisů v chorvatském Studenacu, a to v rámci narovnání na skupinovou odpisovou politiku. Dále se do letošních odpisů naplno projeví loňské akvizice Titbit a Premium Rosa. Odpisy tak pro rok 2018 predikujeme poblíž úrovně 657 mil. Kč, což je navýšení z loňských 565 mil. Kč. Letošní EBIT, resp. čistý zisk tedy kvůli vyšším odpisům nemusí vykázat výraznější meziroční změnu, naše predikce je posazena na hladinu 375 mil. Kč (loni 385 mil. Kč), resp. 230 mil. Kč (231 mil. Kč v roce 2017).

Střednědobý výhled hospodaření

Ve střednědobém horizontu, tzn. od roku 2019, očekáváme posun tržeb k hranici 7100 mil. Kč, provozního zisku EBITDA k úrovni 1100 mil. Kč a čistého zisku k hladině 300 mil. Kč. Potenciál nadále shledáváme v Adriatickém regionu, zejména pak na chorvatském trhu. Pozitivní roli by měly sehrávat post akviziční synergické efekty, v rámci kterých očekáváme výraznější exporty slovinské Radenske na chorvatský trh a zároveň pokračující zlepšení v prodejkách u produktů od samotného Studenacu. Širší produktové portfolio v podobě nápojů od Radenske a Studenac vytváří pro Kofolu stále prostor se více prosazovat nejen v chorvatském maloobchodním segmentu (retail), ale rovněž v ziskovějším HoReCa segmentu. Kofola v tomto segmentu realizuje za celý Adriatický region zhruba 26 % tržeb, přičemž toto číslo je podle našeho názoru podporováno hlavně slovinským trhem. Studenac pod původním majitelem Podravkou nebyl v segmentu HoReCa tolik aktivní. To se pod vlivem Kofoly postupně mění a dřívější expanzivní náklady na budování prodejního týmu (a jeho integrace se slovinským týmem), na marketing či logistiku by se měly ve střednědobém horizontu pozitivně projevovat do rostoucích prodejů v chorvatském segmentu restaurací a hotelů, potažmo do zvyšující se ziskovosti.

Podle našich odhadů má Kofola potenciál postupně navyšovat tržby z chorvatského trhu k úrovni 500 mil. Kč a naplňovat EBITDA marži v rozmezí 10 – 15 %, což by mělo vyústit ve střednědobém horizontu v EBITDA zisk alespoň kolem hladiny 60 mil. Kč. Včetně exportů do ostatních zemí (Kofola exportuje jak do ostatních balkánských zemí, tak i mimo tento

V Polsku potenciál ke zlepšení díky realizovaným stabilizačním opatřením, akvizici Premium Rosa a distribuci Nestea. Růst ziskovosti však pozvolnější bez další akviziční aktivity.

region) by pak výnosy měly směřovat k hranici 600 mil. Kč. Ziskovost exportů do ostatních zemí však bývá nevýznamná z hlediska celkové velikosti Kofoly, proto by EBITDA ze segmentu „ostatní“ měla být podle našich odhadů tvořena zejména chorvatským trhem a měla by dosahovat výše zmíněné úrovně kolem 60 mil. Kč.

Ve svých prognózách zatím počítáme s tím, že Kofola bude nadále fungovat na polském trhu. V našem střednědobém výhledu očekáváme, že provozní ziskovost z polského trhu se bude zlepšovat. Předpokládáme tedy, že výše zmíněná stabilizační a restrukturalizační opatření se přenesou do zlepšujícího se hospodaření. Výkonnost na tomto trhu bude rovněž podporována loňskou akvizicí Premium Rosa (Kofola za ní zaplatila 10 mil. PLN, v přepočtu cca 60 mil. Kč) a distribucí Nestea. Roční výnosy plynoucí z Premium Rosa predikujeme v horizontu 2 – 3 let k úrovním 140 mil. Kč, distribuce ledových čajů Nestea by pak do výnosů měla ročně přinášet výše zmíněných 150 mil. Kč. Jak Premium Rosa, tak Nestea však patří k menším akvizicím, které podle našeho názoru nebudou přinášet do EBITDA vyšší desítky milionů korun. Spíše nižší desítky milionů, roční provozní ziskovost Premium Rosa odhadujeme v rozmezí 10 – 20 mil. Kč, zajišťování distribuce má pak obecně dopad zejména do tržeb, do marží již menší. Proto od distribuce Nestea neočekáváme významnější dopad do EBITDA.

Proto bez realizace dalších akvizic očekáváme na polském trhu v letech 2019 – 2021 jen pozvolné zlepšování provozní ziskovosti s EBITDA v rozmezí 50 – 70 mil. Kč a výnosy v intervalu 1100 – 1200 mil. Kč. Pro Kofolu je polský trh složitý, nedisponuje tam vyloženě silnou značkou, kterou by zaujmula výraznější tržní podíl. Dále tam operuje bez segmentu HoReCa, tedy prodává pouze prostřednictvím maloobchodu. To vše limituje marže a provozní ziskovost. Bez další akviziční aktivity se tak nedomníváme, že EBITDA zisk v horizontu 2 – 3 let přesáhne hranici 100 mil. Kč. I tak, jak uvádíme výše, očekáváme zlepšení tamní situace a polský trh by tak podle našich odhadů měl být jedním z přispěvatelů k tomu, aby celková EBITDA Kofoly rostla k úrovni 1100 mil. Kč.

Na česko-slovenském trhu došlo začátkem letošního roku ke konsolidaci části trhu. Karlovarské minerální vody (KVM) koupily středoevropská aktiva nápojářské firmy PepsiCo (konkrétně v ČR, na Slovensku a Maďarsku). Transakce ještě musí být schválena příslušnými antimonopolními úřady. Produkty Pepsi tedy budou od letošního roku na těchto trzích spadat pod společnost KVM a ta tak zvýrazní své postavení na trhu. Domníváme se, že by to nemělo nijak zásadně ovlivnit pozici Kofoly na česko-slovenském trhu. Kofola má v těchto zemích poměrně silnou pozici v segmentu HoReCa, kde těží ze širokého produktového mixu podpořeného prémiovou značkou v podobě sudové (točené) Kofoly. Vedle toho Kofola v tomto segmentu využívá tzv. přímou distribuci, tzn. zásobuje restaurace a hospody prostřednictvím svých dodávek a kamionů a tím tak udržuje užší kontakt se svými zákazníky. Maloobchodní segment (zejména v ČR) je význačný svým zostřeným konkurenčním prostředím s negativním tlakem na marže, a to bez ohledu na fúzi KVM s Pepsi. Kofola však byla v tomto prostředí loni relativně úspěšná, když se jí podařilo zvýšit ceny (s pozitivním dopadem do výnosů) a udržet je prozatím i v letošním roce. KVM sice posílí svůj tržní podíl, nicméně trh se obecně nezmenší a neočekáváme nijak zásadní vychýlení česko-slovenského maloobchodního segmentu.

Česko-Slovensko nadále nejvýznamnějším trhem Kofoly z pohledu tržeb i zisků. Výraznější nárůsty ve střednědobém horizontu nečekáme. Mírnou podporou zejména pro český trh by měly být akvizice Titbit a Leros.

Česko-slovenský trh bude pro Kofolu i nadále jádrovým trhem, na kterém bude realizovat nejvyšší tržby a zisky. Odhadujeme, že Kofola bude v letech 2019 – 2021 na českém trhu generovat výnosy blízko úrovně 3000 mil. Kč s EBITDA kolem 420 mil. Kč. Tedy žádné zásadní posuny na saturovaném tuzemském trhu nepředpokládáme. Mírný impuls do tržeb i provozní ziskovosti by měl přicházet ze segmentu UGO, který byl posílen výše zmíněnou loňskou akvizicí Titbit, a jehož tržby by se dle našich odhadů měly dostat přes hranici 500 mil. Kč, a z letošní akvizice Leros s ročními tržbami kolem 130 mil. Kč. Doposud ztrátový či z hlediska celkové provozní ziskovosti Kofoly maximálně neutrální segment UGO by se dle plánů managementu již letos měl přetočit do kladných čísel. Kofola již v podstatě zastavuje další otevírání UGO barů (maximálně prostřednictvím frančíz), rozvojové náklady se tak oproti loňskému roku výrazně omezují a vzniká tak prostor (i s podporou akvizice Titbit) pro ziskové hospodaření. Nicméně neočekáváme žádné výrazné sumy. V letošním roce včetně Leros by EBITDA mohla dosáhnout maximálně 10 mil. Kč, ve střednědobém horizontu pak příspěvek do provozní ziskovosti predikujeme v řádu nižších desítek miliónů korun. Segment UGO, bylinné čaje Leros, to jsou aktivity, které budou pro Kofolu představovat i nadále doplňkový byznys. Nicméně těmito aktivitami společnost postupně rozšiřuje své portfolio produktů a tím tak diversifikuje své podnikání a tlumí potenciální rizika plynoucí z případných výpadků v hospodaření v jiných segmentech.

Slovenský trh by se měl i nadále vyznačovat stabilitou a Kofola by na něm měla díky svému silnému tržnímu podílu stále realizovat vysokou EBITDA marži přesahující 20 %. Počítáme s tím, že společnost bude ve střednědobém horizontu na Slovensku generovat výnosy mírně převyšující 1600 mil. Kč a EBITDA poblíž 360 mil. Kč, tedy žádné velké změny oproti námi předpokládaným výsledkům za rok 2018.

Stabilizačním prvkem pro hospodaření na česko-slovenském trhu by měly být i ceny cukru. Příznivý dopad loňské liberalizace evropského trhu s cukrem (zejména zrušení dovozních kvót) je zřejmý, Kofole letos výrazně klesají náklady na cukr (jak uvádíme výše o cca 25 %). Management společnosti si však od liberalizace slibuje i určitou stabilizaci cen cukru do budoucna, respektive zmírnění volatility, jenž byla patrná v předchozích letech. Větší míra stability cen této komodity vytváří příznivější podmínky pro stanovování cenové politiky, rozpočtování, plánování a celkově přispívá ke stabilitě a lepší predikovatelnosti hospodaření.

Dividendová politika

Kofola od svého vstupu na pražskou burzu vyplatila dvakrát dividendu. Nejprve ke konci roku 2016 vyplatila 7 Kč na akcii, poté na jaře roku 2017 pozitivně překvapila dividendou ve výši 13,5 Kč, což bylo 88 % čistého zisku vykázaného v roce 2016. Následně Kofola oznámila novou dividendovou politiku s cílem vyplácet minimálně 60 % čistého zisku dosaženého v letech 2017 – 2020.

Dosažený čistý zisk za rok 2017 ve výši 231 mil. Kč naznačoval letošní dividendu při uvažovaném výplatním poměru mezi 70 – 80 % v rozmezí 8 – 9 Kč na akcii (tuto úroveň jsme pro letošní rok původně očekávali). Rozdělení celého loňského čistého zisku by pak znamenalo dividendu blízko 11 Kč.

Tabulka.č.7: Předchozí výhled dividend (Kč/akcie)

2017	2018	2019	2020	2021
7	8	9	9	10

zdroj: odhady Fio banky

Tabulka.č.8: Výhled dividend (Kč/akcie)

2018	2019	2020	2021
13,5	13,5	14	14

zdroj: odhady Fio banky

Na konferenčním hovoru a posléze i na setkání s investory management oznámil záměr letos vyplatit stejnou dividendu jako loni, tedy 13,5 Kč na akcii (3,3% dividendový výnos). To hodnotíme pozitivně a Kofola tak jde v podstatě nad rámec výše naznačené dividendové politiky, když dividendu ve výši 13,5 Kč znamená více než 100 % loňského čistého zisku. V absolutním vyjádření se jedná o cca 286 mil. Kč (bereme-li v potaz, že na zpětně odkoupené akcie dceřinou firmou Radenska v objemu 1,11 mil. ks se dividendu nebude vztahovat) a Kofola tak z účetního pohledu zřejmě použije jako další zdroj nerozdělené zisky minulých let (na konci roku 2017 jejich objem činil 117 mil. Kč).

Letošní dividendu tak bude štedřejší, než jsme očekávali. Na druhou stranu námi předpokládaný letošní vývoj cash flow napovídá, že pro Kofolu nebude problém vyplatit téměř 300 mil. Kč na dividendách. Předpoklad letošního zlepšení provozní ziskovosti vytváří půdu pro meziroční nárůst provozního cash flow do rozmezí mezi 800 – 900 mil. Kč (loni 720 mil. Kč). Vývoj hotovosti bude letos navíc podpořen meziročně nižšími CAPEX o zhruba 20 % k úrovním 400 mil. Kč a potenciálními příjmy z prodeje majetku v souvislosti s uzavřením druhého závodu v Polsku. Letos námi prognózované volné cash flow by tak mělo vytvořit dostatečný finanční polštář pro dividendu ve výši 13,5 Kč na akcii.

Je třeba brát v potaz, že stanovená dividendová politika vyplácet minimálně 60 % čistého zisku nabízí široké rozmezí dividend vyplácených v příštích letech a poskytuje managementu flexibilitu v případě, že se společnost v budoucnu např. rozhodne realizovat akvizici větších rozměrů (typu Radenska či Studenac). Snaha managementu letos udržet stabilní dividendu nás nicméně přimělo upravit náš pohled na výplatu budoucích dividend a navyšujeme jejich prognózu pro nejbližší roky z úrovně 9 – 10 Kč na 13 – 14 Kč na akcii. Námi predikované postupné zlepšování provozní ziskovosti k 1,1 mld. Kč či očekávané CAPEX maximálně kolem úrovně 450 mil. Kč, by mělo udržovat cash flow v natolik dobré kondici, že Kofola zřejmě bude moci držet minimálně stabilní dividendu i v nejbližších letech.

Ocenění společnosti
Tabulka č.9: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2018	2019	2020	2021	pokračující fáze
risk free rate (%)	1,95	2,10	2,20	2,30	2,50
market return (%)	8,0	8,0	8,0	8,0	9,5
beta	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
equity risk premium (%)	4,42	4,31	4,23	4,16	5,11
risk surcharge (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
cost of equity (%)	7,37	7,41	7,43	7,46	8,61
cost of debt (%)	4,0	4,1	4,2	4,2	4,5
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,2	3,28	3,36	3,36	3,60
equity weight	0,47	0,50	0,52	0,55	0,55
debt weight	0,53	0,50	0,48	0,45	0,45
WACC (%)	5,17	5,33	5,50	5,62	6,36

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.10: Model diskontovaného cash flow

v mil. Kč	2018	2019	2020	2021
EBIT	375	438	449	455
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPLAT	300	351	359	364
odpisy	657	655	655	655
CAPEX	400	430	440	440
změna ČPK	38	13	12	14
CF to the firm	519	563	562	565
DCF	494	507	479	454
sum of DCF	1 933			
terminal value	10 118			
čistý dluh	2 326			
equity value	9 725			
počet emitovaných akcií (mil. ks)	21,2			
cílová cena (CZK)	459			

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko 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), prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX a rizikové přírážky, ve které zohledňujeme velikost společnosti, menší objemy obchodování s akcemi Kofoly a nižší free float dosahující 6 %. Za beta faktor, vyjadřující citlivost akcie na změny akciového indexu, jsme zvolili průměrnou betu za odvětví, a to z důvodu kratší historie obchodování s akcemi Kofoly na BCPP.

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				
	5,96%	6,16%	6,36%	6,56%	6,76%
1,6%	466	442	419	398	379
1,8%	490	463	438	416	395
2,0%	515	486	459	435	413
2,2%	544	511	482	456	431
2,4%	575	540	507	478	452

zdroj: odhady Fio banky

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Etablovaná společnost na trhu nealkoholický nápojů.
- Značka Kofola je všeobecně pozitivně vnímána širokou veřejností.
- Silné postavení na trhu, jednička na slovenském a slovinském trhu, dvojka na českém trhu.
- Široká nabídka produktů, Kofola nabízí zhruba 35 značek.
- Širokým sortimentem je Kofola zajímavá jak pro zákazníky v segmentu maloobchodu, tak především v segmentu HoReCa (hotely a restaurace).
- Zkušenosti s akvizicemi, schopnost společnosti efektivně začlenit nové značky a produkty do stávajícího portfolia.
- Zkušený management, jenž je ve společnosti i majetkově zainteresován a působí v ní dlouhodobě.

• Slabé stránky

- Slabší pozice na silně konkurenčním polském trhu.
- Část výnosů na polském trhu je realizována prostřednictvím prodeje privátních značek maloobchodním řetězcům, což vytváří negativní tlak na marže a zisky.

• Příležitosti

- Akvizice slovinské Radensky a chorvatského Studenacu otevírá možnosti pro budoucí růsty v Adriatickém regionu.
- Dřívější investice do přímé distribuce v tuzemském segmentu HoReCa zefektivní spolupráci se zákazníky s pozitivním dopadem do marží a ziskovosti.
- Rozvoj UGO barů se stává dalším příjmovým kanálem, který čím dál více podporuje celkové tržby společnosti.

• Hrozby

- Konkurenční prostředí jak v segmentu maloobchodu, tak v segmentu HoReCa může vytvářet negativní tlaky na ceny produktů.
- Citlivost výsledků hospodaření na počasí v letní sezóně.
- Obecně nepříznivě se vyvíjející makroekonomika může negativně působit na spotřebu nealkoholických nápojů.

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 vydány, 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 nenesé odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. 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 spoluvědoucím 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.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

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

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie a kvartálního souhrnu podílu jednotlivých typů doporučení je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

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