

Investiční výzkum

Kofola ČeskoSlovensko

Doporučení: Koupit
Cílová cena: 405 Kč

Kofola ČeskoSlovensko

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	405 Kč
Předchozí doporučení (20.6.2018):	Koupit
Předchozí cílová cena (20.6.2018):	459 Kč
Datum vydání:	19. 6. 2019

Základní informace

Odvětví:	výroba nealkoholických nápojů
Tržní kapitalizace:	6,5 mld. Kč
Závěrečná cena k 18.6.2019:	289 Kč
Roční maximum (18.6.2018, čas 16:25):	365 Kč
Roční minimum (19.9.2018, čas 16:25):	268 Kč
Zařazeno v indexu:	PX
Podíl v indexu PX:	0,60 %

Struktura akcionářů

AETOS a.s.	67,2 %
RADENSKA d.o.o.	5,0 %
Free float	27,8 %

V naší nové analýze na akcie výrobce nealkoholických nápojů Kofola ČeskoSlovensko **snižujeme cílovou cenu ze 459 Kč na 405 Kč. Zároveň však potvrzujeme nákupní doporučení**, když akcie Kofoly se vůči naší cílové ceně obchodují s výrazným téměř 30% diskontem.

Cílovou cenu snižujeme na pozadí **rostoucích cen cukru, což vytváří rizika pro hospodaření v roce 2020, a rovněž v důsledku nižší než původně očekávané výkonnosti na chorvatském trhu**. Liberalizace evropského trhu s cukrem z podzimu 2017 postupně stlačila jeho cenu na nejnižší úroveň za více než dekádu a Kofola z této situace dokázala profitovat, když ceny jejích ročních kontraktů na cukr klesaly jak v loňském roce, tak i letos. Vývoj na evropském trhu se však začíná otáčet. Loňská slabší úroda cukrové řepy způsobená suchem a na to navázaný pokles evropské produkce cukru o 10 %, náznaky letošní slabší výsadby o zhruba 5 %, informace o uzavírání některých cukrovarských provozů, to vše v průběhu letošního roku vytváří napětí na evropském trhu s cukrem a tlačí nahoru ceny pohybující se aktuálně poblíž úrovně 400 EUR/t, zatímco ještě na konci roku 2018 činily kolem 300 EUR/t.

Podle našeho názoru je tak čím dále více patrné, že Kofola na rok 2020 nakontraktuje se svými dodavateli ceny, jež se nebudou příliš odchylovat od čtyřseturové hranice, což by znamenalo výraznější nárůst z úrovně 240 – 270 EUR/t nasmlouvané na letošek. I přes managementem uvažovaný hedging cca 20 % objemu za letošní nízké ceny, předpokládané snahy navyšovat ceny produktů a být maximálně efektivní na nákladové straně hospodaření, **očekáváme v roce 2020 celkově negativní dopad vyšších nákladů na cukr kolem 90 mil. Kč** a z toho vyplývající pokles provozního zisku EBITDA o 6,4 % na 1019 mil. Kč oproti předpokládanému výsledku za letošní rok. **Ve srovnání s naší předchozí analýzou tak snižujeme prognózu provozní ziskovosti na rok 2020 o téměř 8 %.**

Za očekáváním zatím zůstávají aktivity na chorvatském trhu, a to zejména v profitabilitě. Od svého vstupu na tento trh, ke kterému došlo na konci roku 2016, zatím Kofola nedokázala na celoroční bázi generovat kladnou EBITDA. Rozjezd chorvatského byznysu je tak pomalejší než předpokládal i samotný management. K počátečním očekávatelným rozvojovým nákladům souvisejícím např. s budováním prodejního týmu se postupně přidávaly komplikace v podobě nutnosti přehodnocování zákaznického portfolia, což brzdilo prodeje, v loňském roce pak negativně působily vyšší náklady na energie či logistiku, zostřené konkurenční prostředí ze strany tamní jedničky trhu Jamnica nebo problémy

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie Kofoly

 zdroj: www.fio.cz/e-broker

s distributorem. Naše původní prognózy provozní ziskovosti chorvatského byznysu se tak nenaplnily, a proto přistupujeme k jejich **snížení o 15 – 25 mil. Kč ročně pro období 2019 – 2022.**

Přesto stále vnímáme chorvatský trh jako příležitost pro Kofolu a nadále v něm shledáváme růstový potenciál. Jedním z důležitých aspektů bude, do jaké míry se podaří více nastartovat prodeje tamních místních značek Studenac a Studena. Kofola totiž v Chorvatsku vykazuje dobré výsledky v prodeji slovinské značky Radenska a rovněž produkty Pepsi stále vykazují velmi solidní výkonnost. Pokud se k tomu podaří zvyšovat objemy místních značek, pak je to dobrý předpoklad k výraznějšímu navýšení tržeb a k obratu provozního hospodaření do kladných čísel. Kofola letos v Chorvatsku očekává dvojciferný růst tržeb, což by indikovalo atakování hranice 365 mil. Kč. Podle našeho názoru je to splnitelný cíl. Loňský silný důraz na marketingové aktivity, od 1Q 2019 zvyšování cen produktů v reakci na loňské vyšší náklady na energie a dopravu a v neposlední řadě změna distributora, se kterým měla Kofola loni problémy, to vše jsou faktory, které by měly výrazněji podpořit výnosy a celkově oživit chorvatský byznys. První signály již poskytl letošní první kvartál, ve kterém Kofola v souladu s naším očekáváním zaznamenala meziroční nárůst tržeb a vykazovala zlepšení v provozní výkonnosti. Dařilo se prodejem napříč všem značkám, management vidí zlepšení i v chorvatském segmentu HoReCa, čemuž napomohla právě i výše zmíněná změna distributora.

V letošním roce tak již z chorvatských aktivit očekáváme kladný příspěvek do provozní ziskovosti společnosti, konkrétně EBITDA kolem úrovně 24 mil. Kč, a pozitivní vývoj by dle našich odhadů měl pokračovat i v dalších letech. Sice nepředpokládáme dosažení tak vysoké provozní marže jako je tomu ve Slovinsku, kde činí kolem 25 %, nicméně přibližování se hranici 10 %, resp. alespoň její mírné překročení vnímáme jako reálné. Stále shledáváme ještě další potenciál v naplňování synergických efektů se slovinskou Radenskou, mnohaleté zkušenosti z česko-slovenského segmentu HoReCa vytvářejí další možnosti ke zlepšování i v chorvatských podmínkách. EBITDA z chorvatského trhu tak podle našich predikcí může **v příštích třech letech postupně nadále růst až k hladině 45 mil. Kč při tržbách pohybujících se v blízkosti 400 mil. Kč.**

Z celkového pohledu se Kofola aktuálně nachází na růstové vlně. **Po více než 6% zvýšení EBITDA zisku za rok 2018 letos očekáváme další nárůst, a to o téměř 8 % na 1089 mil. Kč.** Kromě impulsu v podobě nižších nákladů na cukr, jenž podpoří zejména jádrový česko-slovenský trh ve 2Q a 3Q, a výše zmíněného zlepšení na chorvatském trhu, **očekáváme letos příznivý vývoj i ze slovinských aktivit.** Byznys ve Slovinsku by měl být letos podpořen nově uzavřenou smlouvou s tamním významným maloobchodníkem Mercator a rovněž zvýšením cen, ke kterému Kofola přistupuje obdobně jako v Chorvatsku. Když se k tomu přidá slabší srovnávací základna způsobená vedle absence výše zmíněného kontraktu i poměrně chladným létem a vyššími náklady na energie, pak v roce 2019 je podle našich odhadů prostor pro cca 4,5% růst výnosů na 789 mil. Kč a 6% zvýšení EBITDA na 194 mil. Kč. **Impulsem do letošní provozní ziskovosti bude i absence polských aktiv Hoop Polska,** které byly v březnu prodány a které ještě loni zatěžovaly celkové hospodaření společnosti provozní ztrátou ve výši 18 mil. Kč. Z polského majetku si Kofola ponechala pouze menší, nicméně perspektivní a profitabilní byznys Premium Rosa, který letos

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

rok	2016	2017	2018
Tržby	6999	6963	7119
EBITDA	1064	950	1011
Čistý zisk	342	231	312

zdroj: Kofola

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

rok	2016	2017	2018
Česká republika	2808	2899	3167
<i>podíl na celku</i>	<i>40%</i>	<i>42%</i>	<i>45%</i>
Slovensko	1581	1629	1691
<i>podíl na celku</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>
Polsko	1736	1249	1029
<i>podíl na celku</i>	<i>25%</i>	<i>18%</i>	<i>15%</i>
Slovinsko	673	735	755
<i>podíl na celku</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Ostatní	200	451	477
<i>podíl na celku</i>	<i>3%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>

zdroj: Kofola

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

podle našeho odhadu vygeneruje do EBITDA cca 10 mil. Kč. **Celkově vnímáme divestici Hoop Polska jako pozitivní krok, jenž podpoří profitabilitu, cash flow a povede ke snížení zadlužení.** Prodejní cenu v celkovém objemu 354 mil. Kč hodnotíme jako adekvátní a nijak výrazně nás nepřekvapila.

Byť v příštím roce, jak uvádíme výše, může přijít vlivem rostoucích cen cukru negativní výkyv v hospodaření, **a oproti předchozí analýze rovněž snižujeme prognózu EBITDA zisku pro střednědobý horizont o 2,5 – 3 %**, což pak v konečném důsledku posouvá cílovou cenu na akcie Kofoly níže ze 459 Kč na 405 Kč, **tak i přesto v příštích dvou, třech letech očekáváme návrat ziskovosti do pozitivního trendu s EBITDA v rozmezí 1070 – 1085 mil. Kč.**

Jako zajímavou příležitost pro střednědobý horizont sledujeme **rozjetí výroby slovenské minerální vody Klášťorná**. Kofola akvizicí společnosti Minerálka v polovině loňského roku vstoupila do podniku, jenž několik let nevyroběl. Cílem je tak oživit výrobu a do roku 2021 postupně navyšovat kapacitu výrobního závodu situovaného ve slovenském Klášťore pod Znievom až na dvacet miliónů lahví ročně. Produkce byla zahájena na konci 1Q 2019. Kofola má se začleňováním nových značek dostatek zkušeností, blízkost závodu v Rajecké Lesné (kde se vyrábí voda Rajec) může navíc přinášet synergické efekty v oblasti pracovních sil či logistiky. Kofola tak má podle našeho názoru ty nejvyšší předpoklady pro co nejefektivnější začlenění vody Klášťorné do svého česko-slovenského produktového portfolia a prodávat ji nejen v maloobchodních řetězcích, ale postupně i v gastro segmentu. Očekáváme, že Klášťorná se v letech 2021 a 2022 dostane **na tržby 120 – 150 mil. Kč ročně s příspěvkem do EBITDA 20 – 25 mil. Kč.**

Potenciál výraznější profitability vidíme i u tzv. „zdravého“ segmentu, a to zejména u Leros a UGO. Salaterie a zdravé šťávy UGO si již prošly procesem expanze a nyní je již větší důraz kladen na tvorbu zisku. Co se týče Lerosu, tak poakviziční fáze, jenž s sebou obecně přináší zvýšené náklady související se začleněním do skupiny, je prakticky u konce, vzniká tak prostor pro budoucí nárůst výnosů a ziskovosti. Zdravý životní styl se v posledních letech čím dále více prosazuje, poptávka po přírodních produktech prochází pozitivním trendem, což vnímáme jako příležitost pro UGO a Leros, jejichž provozní ziskovost by již v příštích dvou, třech letech měla činit alespoň nižší desítky miliónů korun ročně.

Pohled na dividendovou politiku ve srovnání s naší předchozí analýzou prakticky neměníme. **Nadále očekáváme stabilní až mírně progresivní dividendovou politiku a vnímáme akcie Kofoly jako solidní dividendový titul, jenž je schopen nabídnout téměř 5% dividendový výnos.** Po letošní výplatě 13,5 Kč na akcii očekáváme v příštím roce alespoň mírné navýšení dividendy na 14 Kč, když likvidní pozice společnosti je posilněna prodejem polských aktiv Hoop Polska a ve hře je rovněž prodej polského výrobního závodu v Grodzisku. Ve střednědobém horizontu nevidíme důvody k výkyvu dividendy směrem dolů. Loni provedená optimalizace kapitálové struktury ve spojení s námi predikovaným příznivým vývojem volného cash flow by měly vytvořit dostatečné podmínky k tomu, aby se dividendy vyplacené v letech 2021 a 2022 držela v rozmezí 14 – 14,5 Kč.

Téměř 40% růstový potenciál vůči naší cílové ceně, i v rámci sektorového srovnání je akcie Kofoly podhodnocená, zejména na násobcích EV/EBITDA.

Akcie Kofoly stále vnímáme jako podhodnocený titul nabízející atraktivní investiční potenciál. Ve srovnání s aktuální tržní cenou 290 Kč je diskont patrný nejen vůči naší cílové ceně 405 Kč, ale i v rámci relativního srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi z nápojářského sektoru. Zatímco akcie Kofoly se podle našich odhadů aktuálně obchodují za 8,5x, resp. 22x násobek letošní očekávané EV/EBITDA, resp. P/E, tak u konkurenčních společností se tyto ukazatele pohybují v průměru na úrovni 17,8x, resp. 25,2x násobku. K atraktivitě titulu podle našeho názoru přispívají i loňské změny v akcionářské struktuře společnosti, kdy došlo k exitu polského investora CED Group a následnému navýšení free floatu z cca 6 % na téměř 28 %. Odchodem CED Group akcie Kofoly přestaly být pod tlakem hrozby prodeje většího balíku akcií, vytváří se prostor pro vyšší likviditu, pro větší objemy obchodů a vzniká tím potenciál přitáhnout, za předpokladu příznivého vývoje hospodaření, zájem dalších (i větších) investorů s pozitivním dopadem do ceny akcie.

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

rok	2016	2017	2018
Sycené nápoje	3274	2946	3033
<i>podíl na celku</i>	<i>47%</i>	<i>42%</i>	<i>43%</i>
Vody	1874	2068	1939
<i>podíl na celku</i>	<i>27%</i>	<i>30%</i>	<i>27%</i>
Sirupy	726	671	631
<i>podíl na celku</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>
Nesycené nápoje	544	620	736
<i>podíl na celku</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>
Ostatní	581	658	780
<i>podíl na celku</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</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 vyrábí v celkem osmi závodech, tři jsou situovány v České republice, dva na Slovensku a po jednom ve Slovinsku, Chorvatsku a Polsku. Celkový počet zaměstnanců dosahuje téměř dvou tisíc.

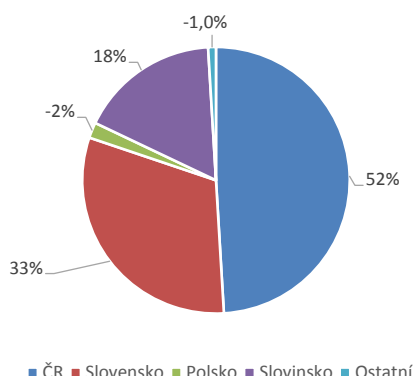
V portfoliu společnosti se nachází zhruba 30 značek. Klíčovou značkou je kolový nápoj Kofola, který v roce 2018 tvořil zhruba 24 % celkových tržeb společnosti. Mezi další stěžejní značky patří např. minerální vody Rajec, Radenska a Studenac, sycený nápoj Vinea nebo sirupy Jupí. Důležitými produkty jsou rovněž např. dětské nápoje Jupík, energetické nápoje Semtex či v posledních letech rozvíjející se ovocné a zeleninové šťávy UGO. Stále významnější součástí hospodaření společnosti se stávají UGO bary a salaterie posílené o akvizici výrobce salátů Titbit z poloviny roku 2017.

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 česko-slovenský trh, od poloviny roku 2013 pak pro tuzemský trh distribuuje minerální vody Vincentka. Mezi významnější kontrakty patří 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 nápoje 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 69 %, resp. 59 % tržeb. Zbylých cca 31 %, resp. 41 % pak připadá na gastro segment. V Adriatickém regionu (téměř výhradně Slovinsko a Chorvatsko) je situace vyváženější, když maloobchod vykazuje 52,5% podíl a na HoReCa pak připadá 47,5 %.

Graf č.2: EBITDA v jednotlivých zemích (za rok 2018)



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 37% tržním podílem (nicméně v těsném závěsu se zhruba 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-Cola má cca 12% podíl). V tuzemské HoReCa Kofola opanuje 25 % trhu a je dvojkou za Coca-Colou, která je jasným lídrem s cca 42% podílem. V českém maloobchodu se situace oproti předchozímu období přeskupila. Zatímco ještě v roce 2017 zaujímali všichni velcí hráči zhruba 15% tržní podíly, tak na konci roku 2018 se jedničkou staly Karlovarské minerální vody (KMV) s cca 23% podílem poté, co akvírovaly českou a slovenskou pobočku PepsiCo. Kofola pak společně s Coca-Colou drží druhou pozici s tržním podílem pohybujiícím se okolo 15 %.

Česko-slovenský trh je pro Kofolu z hlediska výkonnosti nejvýznamnější a lze ho označit za trh jádrový. Za rok 2018 na něm společnost realizovala 68 % celkových výnosů a 85 % celkového provozního zisku EBITDA. Samotný český trh se podílí 45 % na celkových výnosech, podíl EBITDA pak činí 52 %. Na Slovensku Kofola realizuje 24 % veškerých tržeb a 33 % celkové EBITDA.

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 2018 tvořil 17 % tržeb a 17 % EBITDA. Tahounem výkonnosti v Adriatickém regionu je prozatím slovinský trh, kde se Kofole daří realizovat vysoké provozní marže poblíž 25 %. Radenska je ve Slovinsku zavedenou značkou a je jedničkou trhu v kategorii vod. Akvizicí Radenske tak Kofola získala na slovinském trhu výsadní postavení, celkově je tamní jedničkou na trhu nealkoholických nápojů.

Na polském trhu Kofola v posledních letech ztrácela pozici. Za rok 2018 zde realizovala 15 % celkových tržeb, což je pokles z předloňských 18 %, resp. 25 % v roce 2016. Provozní ziskovost se dokonce dostala do záporu s EBITDA -18 mil. Kč. Nelepšící se situace nakonec management Kofoly přiměla učinit rozhodnutí prodat významnou část tamních aktiv, konkrétně dceřinou firmu Hoop Polska. Kofola si v Polsku ponechává menší, nicméně perspektivnější byznys v podobě společnosti Premium Rosa vyrábějící přírodní produkty v podobě sirupů, šťáv, džemů apod.

Produktové portfolio společnosti je rozděleno do pěti segmentů. Největší cca 43% podíl na celkových tržbách mají sycené nápoje, kde významnou váhu má klíčová značka Kofola. Následuje segment vod se zhruba 27% podílem na tržbách, pak kategorie nesycených nápojů (10% podíl, sem se řadí např. výše zmíněné dětské nápoje Jupík, džusy či ledové čaje značky Rauch), sirupy (9 %) a nakonec segment ostatní (11 %), kam se řadí UGO bary a salaterie, UGO lahvičky, saláty Titbit, Premium Rosa, energetické nápoje Semtex a nově by se tam měly započítávat např. i výnosy z nedávné akvizice výrobce bylinných čajů Leros. Kofola pak tento rozvíjející se segment nedávno rozdělila na dva, a to „čerstvé bary a saláty“ a „ostatní“.

Tabulka č.4: Hospodaření za rok 2018

mil. Kč	2018	odhady Fio	2017	y/y
Tržby	7119	7048	6963	2,2%
EBITDA	1011	1031	950	6,4%
EBIT	444	485	385	15,3%
Čistý zisk	312	287	231	35,1%
Zisk na akcii (Kč)	14,0	12,9	10,3	35,9%

zdroj: Kofola;

Tabulka č.5: Hospodaření za 1Q 2019

mil. Kč	1Q19	odhady Fio	1Q18	y/y
Tržby	1291	1221	1200	2,2%
EBITDA	118	106	105	6,4%
EBIT	-12	-34	-13	15,3%
Čistý zisk	-66	-77	-68	35,1%
Zisk na akcii (Kč)	-3,0	-3,5	-3,1	35,9%

zdroj: Kofola

Pozn.: Výnosy, EBITDA a EBIT jsou vykazány bez Hoop Polska

Výsledky za 1Q 2019 již byly na provozní úrovni hospodaření uvedeny bez dceřiné firmy Hoop Polska, kterou Kofola letos v březnu prodala za 354 mil. Kč. Výsledky této ztrátové polské divize (za 1Q 2019 očištěná čistá ztráta 13 mil. Kč) tak byly zaznamenány již pouze ve finanční části výsledovky jako činnosti z nepokračujících operací.

Po růstovém roce 2018 solidní start i do letošního roku

Loňský rok byl pro Kofolu relativně úspěšný, vykázala růsty na všech úrovních hospodaření. Výnosy, i přes slabé Polsko, vzrostly o 2,2 % na 7119 mil. Kč, provozní zisk EBITDA pak posílil o 6,4 % y/y na 1011 mil. Kč a čistý zisk se posunul z předloňských 231 mil. Kč na 312 mil. Kč. Jednoznačným tahounem loňských výsledků byl jádrový česko-slovenský trh, který těžil z rostoucích objemů prodeje (pozitivní vývoj byl patrný např. na limonádách Kofola a Vinea či džusech Rauch), příznivého počasí podporující profitabilní segment HoReCa, celoročního příspěvku předloňské akvizice výrobce salátů Titbit a rovněž výrazný impuls představovaly nižší náklady na cukr. Více než 7% nárůst tržeb, resp. 16% zvýšení EBITDA z česko-slovenského trhu tak více než kompenzovalo nejen klesající Polsko, ale i slabší vývoj v Adriatickém regionu.

Na růstové vlně zůstala Kofola i na počátku letošního roku, když v 1Q 2019 zaznamenala 7,6% meziroční růst výnosů na 1291 mil. Kč a 12,4% zvýšení EBITDA zisku na 118 mil. Kč. K pokračující dobré výkonnosti Česko-Slovenska, jenž bylo podporováno kromě prodeje hlavních značek i silnými prodeji Royal Crown Coly (dříve RC Cola), loňskou akvizicí Leros a rostoucími tržními podíly v HoReCa, se přidal i Adriatický region v čele se Slovinskem. Navzdory mimosezónnímu období, pozici jedničky trhu (kdy je obtížnější vykazovat další růsty) Kofola ve Slovinsku za 1Q 2019 vykázala téměř 13% navýšení výnosů na 149 mil. Kč, což je nejvyšší hladina za první kvartály od jejího vstupu na tento trh. Společnost i v prvním letošním čtvrtletí těžila ze silného postavení její slovinské minerální vody Radenska, pomohly i rostoucí výnosy ze segmentu HoReCa. Na lepší výkonnost tohoto gastro segmentu ukazuje meziroční zvýšení jeho podílu na celkových tržbách generovaných v Adriatiku z loňských 42,8 % na 43,8 %. Ze zlepšení v gastro segmentu tak v 1Q 2019 profitoval i chorvatský byznys, kde jsou navíc stále podporou prodeje produktů Pepsi, a navíc se zdá, že se již začíná i více dařit tamním tradičním značkám z portfolia Studenac. Tržby z Chorvatska tak vzrostly z loňských 48 mil. Kč na 57 mil. Kč.

Výše uvedený pozitivní vývoj na tržbách se pak projevil i do EBITDA, která za celý Adriatický region v 1Q 2019 činila 7 mil. Kč a dostala se z loňské ztráty 4 mil. Kč. Kofola nově nevykazuje EBITDA za jednotlivé země Adriatiku, nicméně z výše uvedeného odhadujeme, že provozní ziskovost Slovinska se mohla pohybovat poblíž 12 mil. Kč (loni 10 mil. Kč) a na obtížnějším chorvatském trhu již mohla být zaznamenána ztráta jen v řádu nižších jednotek milionů korun, což je posun z loňských cca 15 mil. Kč.

Celkově výsledky hospodaření za první letošní kvartál mírně překonaly naše odhady jak na úrovni výnosů, tak EBITDA a zanechaly dobrý dojem.

Výhled hospodaření

Tabulka č.6: Výhled hospodaření

mil. Kč	2019	2020	2021	2022
Tržby	6368	6551	6631	6676
EBITDA	1089	1019	1074	1082
EBIT	509	433	487	494
Čistý zisk	295	269	313	321

zdroj: odhady Fio banky

Tabulka č.7: Předchozí 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

Kofola zřejmě i letos navýší provozní zisk EBITDA, podle našich odhadů na hladinu 1089 mil. Kč. Management Kofoly po výsledcích za 1Q 2019 zatím drží výhled 1080 mil. Kč.

Pozitivní trend v hospodaření bude pokračovat i v roce 2019

Jak už jsme naznačili výše, Kofola vstoupila do letošního roku velmi solidně a byť z pohledu nápojového byznysu ty nejdůležitější kvartály (tzn. 2Q a 3Q), které hodně napoví o celkovém vyznění celého roku, teprve přijdou, tak již první čtvrtletí naznačilo určité pozitivní trendy. Ostatně management společnosti vyjádřil s výsledky za 1Q spokojenost a naznačil, že byly nad plánem.

Nejprve je třeba zmínit skutečnost, že hospodaření za rok 2019 již téměř nebude zatíženo polskou dceřinou firmou Hoop Polska. Vývoj v Polsku byl delší dobu nepříznivý. Kofola se v podstatě již od roku 2016 začala, zejména v důsledku poklesu objemu prodejů jednomu z významných retailových zákazníků, potýkat s klesajícími tržbami, resp. provozní ziskovostí. Ačkoliv se Kofola snažila na danou situaci reagovat změnou strategie spočívající v kladení většího důrazu na prodej vlastních značek na úkor nízkomaržových privátních značek či koncentrací produkce do jednoho výrobního závodu, tak se jí nakonec nepodařilo situaci zvrátit. Jinými slovy, Kofola neměla ve svém tamním nápojovém portfoliu dostatečně dominantní značku, která by dokázala zaujmout výraznější tržní podíl, svou roli hrála i absence segmentu HoReCa, o který se Kofola může opírat v jiných státech.

A tak výsledkem byl postupný pokles polské EBITDA až k nule, resp. za rok 2018 dokonce do záporných 18 mil. Kč, přičemž předpokládáme, že samotný Hoop Polska vygeneroval provozní ztrátu až k úrovni kolem 28 mil. Kč, když pozitivní příspěvek polské Premium Rosa mohl loni činit zhruba 10 mil. Kč. Na úrovni čistého zisku pak polský byznys v posledních dvou letech představoval pro Kofolu zátěž pohybující se v blízkosti 100 mil. Kč ročně. Toto vše letos díky v březnu realizovanému prodeji Hoop Polska odezní, Kofola se bude moci soustředit jen na svůj perspektivní byznys, divestici polských aktiv tak vnímáme jako pozitivní krok, jenž podpoří profitabilitu, cash flow a měl by vést i ke snížení zadlužení.

Letos již očekáváme profitabilní Chorvatsko. Předpokládáný dvojciferný růst tržeb by se už měl překlomit do provozní ziskovosti. Za rok 2019 predikujeme posun EBITDA z loňské ztráty cca 12 mil. Kč na zisk 24 mil. Kč.

Impulsem by měl být vývoj v Adriatickém regionu, Chorvatsko již s kladným EBITDA ziskem

Na vývoj letošního hospodaření v Adriatickém regionu máme zatím pozitivní náhled. Zejména na chorvatském trhu již očekáváme obrat a kladný příspěvek do provozní ziskovosti. Doposud tomu tak nebylo, když v letech 2017 a 2018 skončilo podnikání v Chorvatsku s mírně zápornou EBITDA a celkově zatím zůstával tamní byznys za očekáváním, jinými slovy nenaplňoval svůj potenciál, zejména co se týče ziskovosti, rentability. Domníváme se, že do provozní ziskovosti by se již měly promítat dřívější investice do budování prodejního týmu, předchází vyšší marketingové náklady na podporu prodeje tamních tradičních značek jako jsou minerální vody Studenac a Studena. Stále vidíme potenciál pro výraznější prosazování synergických efektů plynoucích ze spolupráce se slovinskou dceřinou firmou Radenska, růstové příležitosti by podle našeho názoru měl nabízet také segment HoReCa, když Kofola má v tomto směru dostatek zkušeností a může se inspirovat úspěšným byznys modelem z česko-slovenského trhu.

Možný obrat k lepšímu, jak uvádíme výše, již naznačily výsledky za 1Q 2019. Růst tržeb na 57 mil. Kč byl v souladu s naším očekáváním a rovněž provozní ziskovost se pohybovala kolem nuly, což je na mimosezónní kvartál solidní číslo naznačující potenciál pro výraznější profitabilitu v letní sezóně. Management si pochvaluje změnu tamního distributora, což by mělo podporovat prodeje v segmentu HoReCa. Dalším prorůstovým faktorem je zvýšení cen, k němuž Kofola přistoupila v prvním letošním čtvrtletí v reakci na loňské vyšší náklady na energie a dopravu. Celkově management letos v Chorvatsku očekává dvojciferný růst tržeb, což by znamenalo jejich výši alespoň kolem hladiny 365 mil. Kč. Vedle pokračujících solidních objemů prodeje vod Radenska nebo limonád Pepsi tak již očekáváme výraznější příspěvek ze strany tamních tradičních značek, kam patří nejen produkty z portfolia Studenac, ale i např. značky jako Nara, Inka nebo Vocko.

Na základě souběhu výše uvedených příznivých faktorů pak cíluje letošní EBITDA zisk z chorvatských aktivit na 24 mil. Kč, což by byl posun z loňské ztráty pohybující se kolem 12 mil. Kč.

Stále velmi dobrou výkonnost předpokládáme na slovinském trhu. Kofola zde v loňském roce na úrovni EBITDA vykazala drobný výkyv směrem dolů, když nepomáhaly rostoucí provozní náklady (stejně jako v Chorvatsku zejména vyšší výdaje na energie a dopravu), vyjednávání o novém kontraktu s významným maloobchodním řetězcem Mercator a rovněž poměrně chladné letní počasí tlumilo prodeje, resp. ziskovost. Uzavření kontraktu s Mercatorem Kofola oznámila na počátku letošního roku, rovněž ve Slovinsku společnost přistoupila ke zvýšení cen, to vše by mělo podporovat letošní hospodaření a predikujeme tak nárůst výnosů, resp. EBITDA o 4,5 % y/y na 789 mil. Kč, resp. 6 % na zhruba 194 mil. Kč.

Česko-Slovensko: pokračující růst tržeb, ve výhledu provozní ziskovosti jsme konzervativnější

Kofola v roce 2018 dosáhla na česko-slovenském trhu silných výsledků. Byl to rekordní rok a podle našeho názoru bude obtížné zopakovat 7%, resp. 16% růsty výnosů, resp. EBITDA zisku. Na úrovni tržeb bude zřejmě pozitivní trend pokračovat, byť odhadujeme zvolnění tempa růstu. Impuls

Česko-Slovensko: růst tržeb očekáváme i letos. Závěr roku však již může být ohrožen vyššími cenami cukru, na úrovni EBITDA zisku tak vidíme spíše stagnaci.

v objemu cca 60 mil. Kč očekáváme ze strany výrobce bylinných čajů Leros, jenž byl akvírován na konci 1Q 2018 a letos již tedy bude přispívat do výnosů celý rok. Celkově by Leros měl dle našich predikcí vygenerovat na tržbách zhruba 130 mil. Kč. Velmi solidně se po nové marketingové kampani etablovala na tuzemském a slovenském trhu rebrandovaná Royal Crown Cola, která v 1Q 2019 zaznamenala dvojciferné růsty prodeje a pozitivní trend tak předpokládáme i v dalších letošních čtvrtletích. Dobrým základem do letošního vývoje výnosů v Česko-Slovensku je rovněž upevnění tržní pozice v atraktivním segmentu HoReCa, když v prvním letošním kvartále zde Kofola dosáhla nejvyššího tržního podílu od roku 2011 a konkrétně na Slovensku tržní podíl poprvé přesáhl hranici 40 %. Podporou by mělo být i určité navýšení cen u části produktového portfolia, ke kterému dle indikací managementu dochází od letošního dubna. Na druhou stranu loňské teplé jaro a velmi příznivé letní počasí se letos opakovat nemusí (ostatně již letošní květen byl v ČR teplotně podprůměrný), což může naopak tlumit objemy prodeje. Celkově tak predikujeme, že Kofola za rok 2019 dosáhne na česko-slovenském trhu cca 2,2% nárůstu tržeb na hladinu 4966 mil. Kč.

Na úrovni EBITDA jsme o něco opatrnější. Ve druhém a třetím čtvrtletí budou stále důležitým pozitivním impulsem do ziskovosti meziročně nižší náklady na cukr. Pokles nasmlouvaných cen z loňských cca 350 – 370 EUR/t na letošních 240 – 270 EUR/t by měl převýšit neutichající tlaky na růst mzdových nákladů, růst materiálových nákladů na výrobu PET lahví či rozvojové náklady související s Lerosem a náběhem výroby slovenské minerální vody Kláštorňa. Situace však může být jiná v posledním letošním kvartále. Dosavadní kontrakty na cukr vyprší na konci 3Q, v srpnu – září tak Kofola bude se svými dodavateli vyjednávat nové smlouvy a už nyní přichází zřetelné indikace o výraznějším navýšení cen cukru k hranici 400 EUR/t. Bude samozřejmě záležet na tom, do jaké míry bude Kofola schopna dočerpávat staré zásoby cukru, do jaké míry bude vyšší ceny tlumit eventuální hedging, v rámci něhož management zvažuje si zajistit cca 20 % objemu za letošní nízké ceny. I tak však očekáváme, že provozní ziskovost již bude ve 4Q 2019 pod tlakem vyšších cen cukru a predikujeme tedy v závěru roku meziroční pokles EBITDA. Za celý rok 2019 by tak EBITDA z česko-slovenského trhu nemusela zaznamenat významnější meziroční změnu, její úroveň odhadujeme poblíž 862 mil. Kč.

Jak již naznačujeme výše, z celkového pohledu by měla Kofola letos vykázat na provozní úrovni hospodaření další růstový rok. Náš odhad EBITDA činí 1089 mil. Kč a je to posun oproti loňským 1011 mil. Kč. Vedle výše uvedeného pozitivního příspěvku Adriatického regionu by měl být impulsem i odchod z hlavního polského byznysu (prodej Hoop Polska). Zatímco v roce 2018 Polsko generovalo provozní ztrátu 18 mil. Kč, tak letos již očekáváme díky působení Premium Rosa (tohoto ziskového výrobce přírodních produktů si Kofola v Polsku ponechala) kladnou EBITDA kolem 10 mil. Kč.

Solidní výsledky za 1Q 2019 by naznačovaly i výraznější meziroční zvýšení provozní ziskovosti, tzn. posun k hranici 1100 mil. Kč, nicméně zejména vzhledem k možnému negativnímu působení cen cukru v závěru roku ponecháváme náš výhled na 1089 mil. Kč. Ostatně i management Kofoly je zatím opatrnější a drží svoji predikci letošní EBITDA na hladině 1080 mil. Kč.

Na úrovni čistého zisku zlepšení neočekáváme. Jednak byl loňský rok vylepšen významným daňovým bonusem v souvislosti s investičními

pobídkami (ve 4Q 2018 Kofola zaúčtovala výrazně kladnou daň z příjmu ve výši 57 mil. Kč), letošní 1Q byl ještě ve finanční části výsledovky negativně ovlivněn ztrátou Hoop Polska ve výši 13 mil. Kč a rovněž se do letošní čisté ziskovosti projeví změny v účetní metodice (nová metodika dle účetního standardu IFRS 16). To se týká hlavně odpisů, kdy operativní leasing se nově promítá do majetku a do nákladů se tak dostává prostřednictvím odpisů. To povede k jejich nárůstu, který by měl být ještě navíc umocněn letošním očekávaným navýšením investičních výdajů (CAPEX) z loňských 396 mil. Kč na cca 475 mil. Kč (což souvisí např. s rozjezdem výroby minerální vody Klášterné). Navzdory absenci odpisů v řádu vyšších desítek miliónů korun kvůli divestici Hoop Polska tak pravděpodobně letos dojde k jejich celkovému zvýšení z loňských 567 mil. Kč na cca 580 mil. Kč. Větší čerpání úvěrových rámců včetně vyšších závazků z leasingu nejspíš letos povede ke zvýšení úrokových nákladů o cca 15 mil. Kč, což je další faktor, jenž bude tlumit letošní čistý zisk. Ten podle našich odhadů letos dosáhne úrovně 295 mil. Kč, zatímco v loňském roce činil 312 mil. Kč.

Ceny cukru se odrazily vzhůru – v roce 2020 vidíme riziko poklesu ziskovosti

Podle posledního vývoje evropského trhu s cukrem se kontrakty na dodávky pro příští rok mohou pohybovat kolem hranice 400 EUR/t, což by byl nárůst z úrovně 240 – 270 EUR/t, jenž Kofola uzavřela na rok 2019.

Vyšší ceny cukru: hlavní negativní faktor v roce 2020 s námi odhadovaným nepříznivým dopadem do EBITDA kolem 90 mil. Kč.

Období velmi nízkých cen cukru (jenž se dostávaly na nejnižší úroveň za více než dekádu), způsobné liberalizací evropského trhu z podzimu 2017, zdá se končit. Ceny této komodity tlačí vzhůru loňská nižší úroda cukrové řepy v EU, potažmo i v ČR způsobená suchem. V Evropě tak došlo k poklesu produkce cukru z 19,6 mil. tun na 17,6 mil. tun. Evropský trh s cukrem tedy čelí určitému napětí, tlaky na nabídkové straně mohou být umocněny i uzavíráním některých cukrovarů, jenž neustály období nízkých cen, z Mezinárodní konfederace evropských pěstitelů cukrové řepy zaznívají hlasy o zhruba 5% snížení výsadby v tomto roce. Ceny cukru na to reagují růstem a aktuálně se dostávají k úrovním poblíž 400 EUR/t. I management Kofoly naznačuje tuto cenovou hladinu a podle našeho názoru je stále více pravděpodobné, že kontrakty na dodávky cukru pro rok 2020 se od této hranice nebudou příliš odchylovat.

Cukr (resp. sladidla) je pro Kofolu jednou z významných vstupních surovin s téměř 30% podílem na materiálových nákladech, na celkových provozních nákladech se dle našich odhadů podílí zhruba 10 %. Při významnějších cenových pohybech tak může výrazněji ovlivnit ziskovost společnosti. Negativní dopad do provozních nákladů ze zvýšených cen cukru z úrovně 240 – 270 EUR/t na cca 400 EUR/t predikujeme kolem hladiny 200 mil. Kč. Uvažovaný hedging, v rámci něhož si Kofola plánuje zajistit cca 20 % roční spotřeby za letošní nízké ceny, může podle našich odhadů přinést úsporu kolem 40 mil. Kč. Zároveň předpokládáme, že společnost bude na vyšší náklady na cukr reagovat růstem cen produktů a očekáváme i určitou snahu o realizaci úspor. I přesto však očekáváme, pokud nás Kofola výrazněji nepřekvapí nákladovou disciplínou, negativní efekt z předpokládaného nárůstu cen cukru do EBITDA zisku v řádu vyšších desítek miliónů korun, konkrétně zhruba 90 mil. Kč.

Vlivem charakteru produktového portfolia by měl být nejvíce negativně zasažen česko-slovenský trh, kde za rok 2020 odhadujeme zhruba 9% y/y pokles provozní ziskovosti na úroveň poblíž 780 mil. Kč, více odolávat vyšším nákladům na cukr bude, vzhledem k převaze vod v objemech prodeje, slovinský trh, kde očekáváme stagnující až mírně klesající EBITDA

v blízkosti 190 mil. Kč. Na růstové vlně by naopak podle našeho názoru mělo zůstat Chorvatsko a mělo by tak z části kompenzovat negativní dopady z rostoucích cen cukru. Výše zmíněné faktory, jenž podle našeho názoru podpoří chorvatský byznys již v letošním roce, by měly sehrávat pozitivní roli i v roce 2020. Očekávané další zlepšování prodeje místních značek Studena a Studenac, podporované prodeji jak na Balkáně dobře etablované Radenske, tak licenčně vyráběné Pepsi, by mělo vytvářet dostatečný prostor k tomu, aby se chorvatské tržby přibližovaly k hranici 400 mil. Kč a EBITDA zisk k úrovni 35 mil. Kč, což by značilo posun EBITDA marže k 10 %. Dosažení alespoň desetiprocentní provozní marže, to je hranice, kterou již dříve naznačoval management společnosti jako cíl pro chorvatské aktivity.

Celkově však v příštím roce predikujeme pokles EBITDA o 6,4 % na 1019 mil. Kč. Mělo by se tak dít při téměř 3% růstu tržeb, které odhadujeme ve výši 6551 mil. Kč, když podporou by mělo být námi očekávané zdražení v reakci na vyšší ceny cukru, příspěvek minerální vody Klášťorná v řádu 40 – 50 mil. Kč či pokračující mírné růsty v perspektivním „zdravém“ segmentu, kam se řadí produkty Leros, Premium Rosa či UGO. Nicméně domníváme se, že předpokládaný růst tržeb bude negativní dopad vyšších nákladů na cukr tlumit jen částečně, a proto námi očekávaný pokles ziskovosti za rok 2020.

Střednědobý výhled hospodaření

Zatímco v příštím roce bude cukr výrazným tématem a pravděpodobně významněji ovlivní hospodaření společnosti, tak v delším horizontu se situace může uklidnit. Napovídá tomu odhadovaný objem produkce cukru v EU pro nadcházející pěstitelskou sezónu 2019 – 2020, když dle reportu Evropské komise by se mělo jednat o mírný nárůst ze 17,6 mil. tun na 18,3 mil. tun. Tlaky na růst cen cukru by tak mohly ustávat a v roce 2021 bychom mohli být svědky zhruba meziročně stabilního vývoje.

Jako jeden ze zajímavých růstových impulsů pro střednědobý horizont vidíme výrobu a prodej minerální vody Klášťorná. Kofola akvírovala tohoto slovenského výrobce v polovině roku 2018 (konkrétně koupila společnost Minerálka). Byla to atypická akvizice, když podnik již několik let nevyráběl. Kofola tak vstoupila do projektu s cílem oživit produkci kdysi známé značky. K rozjetí výroby došlo na konci letošního prvního čtvrtletí. Cílem managementu je vyrábět dvacet milionů lahví ročně, přičemž této kapacity by mělo být v závodě Klášťor pod Znievom dosaženo v roce 2021.

Na základě toho odhadujeme, že Klášťorná by mohla v horizontu 2021 – 2022 generovat roční tržby v rozmezí 120 – 150 mil. Kč. Kofola má za posledních patnáct let s akvizicemi mnoho zkušeností, včetně takových projektů, které vybuďovala zcela nově (jako slovenskou vodu Rajec, která byla Kofolou vytvořena v roce 2004 jako nová značka). Kofola tak má podle našeho názoru veškeré know – how k tomu, aby co nejefektivněji postupně Klášťornou zapojovala do distribučních kanálů jak na Slovensku, tak v ČR. Očekáváme, že společnost bude tuto vodu prosazovat nejen v retailu (maloobchodní řetězce), ale postupně i v restauracích, hospodách a hotelech (HoReCa). Tržní podíl Kofoly je na Slovensku a v ČR natolik silný, že by Klášťorná měla plynule rozšiřovat produktové portfolio v obou distribučních kanálech. Plynulému a efektivnímu zapojení Klášťorné do prodejního řetězce by měla napomáhat i blízkost výrobního závodu

Produktové portfolio společnosti letos rozšiřuje slovenská minerální voda Klášťorná. S náběhem na plnou výrobní kapacitu v roce 2021 se tak tato voda stává zajímavým impulsem do hospodaření ve střednědobém horizontu.

Výraznější profitabilita z tzv. „zdravého“ segmentu. Zejména UGO a Leros by měly znamenat impuls a ve střednědobém horizontu generovat do EBITDA zisku nižší desítky miliónů korun ročně.

v Rajecké Lesné (kde se vyrábí Rajec), což indikuje tvorbu synergických efektů v oblasti logistiky, pracovních sil apod.

Zejména v letošním a částečně i příštím roce bude profitabilita Klášterné ještě zatěžována náklady na marketing, propagaci a rozvoj. Příspěvek do celkového hospodaření Kofoly tak v tomto období bude zřejmě záporný, resp. marginální. S náběhem na plnou kapacitu a odezníváním rozvojových nákladů by již v roce 2021 měl být patrný i příspěvek do celkového EBITDA zisku, jenž prognózuje ve výši zhruba 20 mil. Kč, v roce 2022 by se pak mohl posunout o dalších 5 mil. Kč na 25 mil. Kč. Byť Klášterná patří mezi menší akvizice, tak z celkového pohledu ji vnímáme pozitivně, přispěje k rozšíření produktového portfolia a potenciálnímu posílení tržního podílu. S širším portfoliem nápojů se Kofola stává atraktivnější pro své zákazníky, získává větší sílu oslovit i nové (zejména v segmentu HoReCa) s příznivým dopadem do budoucích tržeb a ziskovosti.

Další upevňování pozice očekáváme na chorvatském trhu, kde by se Kofola měla ve střednědobém horizontu dostávat k EBITDA marži alespoň mírně přesahující hranici 10 % a tedy navýšit provozní ziskovost o dalších 10 mil. Kč na cca 45 mil. Kč. Po mírném výkyvu směrem dolů způsobeném vyššími náklady na cukr předpokládáme v letech 2021 – 2022 návrat EBITDA zisku ze slovinského trhu k úrovním 200 mil. Kč. Výraznější profitabilitu očekáváme ze strany UGO a Leros. Navyšování počtu UGO salaterií, akvizice výrobce salátů Titbit a jeho integrace do skupiny, to vše v minulém období zatěžovalo nákladovost segmentu UGO, jenž se tak pohyboval na hraně provozní ziskovosti. Počet salaterií se již zastabilizoval kolem osmdesátky (pokud by se počet provozoven dále rozšiřoval, pak management bude spíše preferovat méně nákladný proces prostřednictvím franšíz) a již je kladen větší důraz na ziskovost. Námi očekávané tržby z UGO pro střednědobý horizont kolem úrovně 470 mil. Kč by dle našeho názoru již měly postupně generovat rostoucí příspěvky do EBITDA zisku. Pro roky 2021 a 2022 tak cíluje provozní ziskovost UGO alespoň k úrovni 20 mil. Kč, což by mohlo být oproti předpokladu na rok 2020 zlepšení o cca 10 mil. Kč.

Výrobce bylinných čajů a dalších léčivých produktů Leros má podle našich odhadů potenciál postupně navyšovat výnosy k hladině 150 mil. Kč. Leros je podle našeho názoru schopen oproti UGO (jenž je více zatěžováno náklady na pracovní sílu, mohou se objevovat i větší tlaky na marže ze strany maloobchodních řetězců ohledně UGO lahvíček či salátů Titbit) realizovat vyšší ziskové marže, a tak jeho EBITDA by mohla v letech 2021 a 2022 atakovat hranici 15 mil. Kč.

Očekáváme tak, že provozní ziskovost Kofoly se ve střednědobém horizontu, po námi predikovaném výkyvu v roce 2020, dostane zpět na růstovou vlnu a bude směřovat do rozmezí 1070 – 1085 mil. Kč.

Stabilní až mírně progresivní dividendová politika

Náš náhled na dividendovou politiku se oproti naší předchozí analýze prakticky nemění. Nadále předpokládáme stabilní až mírně progresivní dividendovou politiku. V letošním roce Kofola již schválila dividendu ve výši 13,5 Kč na akcii. Pokud nebudeme zahrnovat akcie v objemu cca 1,1 mil. ks, jenž jsou v držení dceřiné společnosti Radenska, pak celkově bude

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

2019	2020	2021	2022
13,5	14	14	14,5

zdroj: odhady Fio banky; rok 2019 již schválená dividend

Tabulka.č.9: Předchozí výhled dividend (Kč/akcie)

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

zdroj: odhady Fio banky

letos vyplaceno 286 mil. Kč, což znamená 92 % očištěného čistého zisku roku 2018. Kofola tak fakticky dostala svému oficiálně vyhlášenému cíli vyplácet minimálně 60 % konsolidovaného čistého zisku. Jedná se sice o meziroční pokles z 16,2 Kč, nicméně loňskou dividendu jsme vnímali jako mimořádnou, když původně bylo navrhováno 13,5 Kč. Následné navýšení na popud majoritního akcionáře o 2,70 Kč bylo nad plán a hodnotili jsme to jako bonus, jenž si Kofola mohla vzhledem ke své příznivé likvidní pozici dovolit. Letošní pokles dividendy nás tedy nepřekvapil a byl v souladu s naším očekáváním.

Kofola je společností dlouhodobě vykazující silné a stabilní provozní cash flow, jenž je schopné pokrýt jak investiční výdaje (CAPEX), tak výplatu dividend. Letošní hotovostní pozice bude navíc výrazně posílena prodejem polských aktiv Hoop Polska v celkovém objemu 354 mil. Kč. Vedle toho je nabízen k prodeji polský výrobní závod v Grodzisku, což podle našich odhadů může přinést do cash flow dalších 50 až 100 mil. Kč. Kombinace námi očekávaného letošního příznivého vývoje cash flow a předpokládaného letošního nárůstu EBITDA by se pak měla projevit do poklesu zadluženosti z loňských 2,4x čistý dluh/EBITDA na hodnoty přibližující se 2x dosažených na konci roku 2019. Příznivá likvidní pozice tak podle našeho názoru bude vytvářet dostatečný prostor k navýšení dividendy v příštím roce.

Domníváme se, že výše uvedené pozitivní vlivy by mohly svádět i k úvahám o eventuálním skokovějším růstu dividendy k úrovním 14,5 – 15 Kč. Podle našich predikcí vývoje cash flow v roce 2020 by to nemuselo být nereálné. Navíc v loňském roce proběhla optimalizace kapitálové struktury, v jejíž rámci došlo k posílení fondů určených k výplatě dividend, což i nadále Kofole nabízí možnost vyplácet dividendu nad rámec vykázaného čistého zisku. Na druhou stranu nelze předjímat např. realizaci významnější akvizice, což by zase do jisté míry zužovalo mantinely pro její výplatu. Proto zůstáváme v prognóze dividendy za rok 2020 konzervativnější a očekáváme mírnější nárůst na 14 Kč. I tak se jedná ve vztahu k aktuální ceně akcie o velmi solidní 4,8% dividendový výnos.

Pro střednědobý horizont počítáme s dividendou 14 – 14,5 Kč. I přes námi předpokládaný pokles čistého zisku za rok 2020 k úrovni 269 mil. Kč se nedomníváme, že by to mělo způsobit pokles dividendy. Námi projektované volné cash flow pro rok 2021 je natolik robustní, že by neměl být problém vyplatit část dividendy z rezerv vzniklých v rámci výše zmíněné optimalizace kapitálové struktury a udržet tak v roce 2021 alespoň stabilní dividendu ve výši 14 Kč. V roce 2022 pak predikujeme její zvýšení na 14,5 Kč.

Ocenění společnosti
Tabulka č.10: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2019	2020	2021	2022	pokračující fáze
risk free rate (%)	1,95	2,10	2,20	2,30	2,50
market return (%)	8,9	9,0	9,1	9,2	10,0
beta	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
equity risk premium (%)	5,21	5,18	5,18	5,18	5,63
risk surcharge (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
cost of equity (%)	8,16	8,28	8,38	8,48	9,13
cost of debt (%)	4,5	4,6	4,6	4,7	4,8
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,6	3,68	3,68	3,76	3,84
equity weight	0,42	0,42	0,42	0,43	0,43
debt weight	0,58	0,58	0,58	0,57	0,57
WACC (%)	5,53	5,60	5,65	5,81	6,13

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.11: Model diskontovaného cash flow

v mil. Kč	2019	2020	2021	2022
EBIT	509	433	487	494
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPLAT	407	346	389	395
odpisy	580	586	587	588
CAPEX	475	460	460	465
změna ČPK	20	10	-4	-20
CF to the firm	492	462	520	538
DCF	271	415	441	430
sum of DCF	1 556			
terminal value	10 270			
čistý dluh	2 807			
equity value	9 019			
počet emitovaných akcií (mil. ks)	22,3			
cílová cena (CZK)	405			

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 či menší objemy obchodování s akciemi Kofoly. Za beta faktor, vyjadřující citlivost akcie na změny akciového indexu, jsme zvolili průměrnou betu za odvětví, a to z důvodu kratší historie obchodování s akciemi 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.12: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

pokračující růst	WACC				
	5,73%	5,93%	6,13%	6,33%	6,53%
1,6%	412	387	364	343	324
1,8%	435	408	383	361	340
2,0%	462	432	405	380	358
2,2%	491	458	428	401	377
2,4%	524	487	454	424	398

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 30 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

- Doposud obtížnější pozice na chorvatském trhu.
- Silná vyjednávací pozice maloobchodních řetězců.

• Příležitosti

- Akvizice slovinské Radensky a chorvatského Studenacu otevírá možnosti pro budoucí růsty v Adriatickém regionu.
- Zahájení výroby slovenské minerální vody Klášťorná.
- Dřívější investice do přímé distribuce v tuzemském segmentu HoReCa zefektivní spolupráci se zákazníky s pozitivním dopadem do marží a ziskovosti.
- Rozvoj tzv. „zdravého“ segmentu jako UGO, Leros a Premium Rosa, jenž má potenciál postupně navyšovat svojí ziskovost a více tak promlouvat do celkového hospodaření 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.
- Výraznější růsty cen cukru.
- 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.

Všecké 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 nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům 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 poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5% až -5%

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

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.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Kofola naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/95196-kofola-cs>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akci naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

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