

Investiční výzkum

Kofola ČeskoSlovensko



Doporučení: Koupit
Cílová cena: 351 Kč

Kofola ČeskoSlovensko

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	351 Kč
Předchozí doporučení (19.6.2019):	Koupit
Předchozí cílová cena (19.6.2019):	405 Kč
Datum vydání:	17. 8. 2020

Základní informace

Odvětví:	výroba nealkoholických nápojů
Tržní kapitalizace:	5,0 mld. Kč
Závěrečná cena k 14.8.2020:	224 Kč
Roční maximum (3.9.2019, čas 16:25):	299 Kč
Roční minimum (16.3.2020, čas 16:25):	197 Kč
Zařazeno v indexu:	PX
Podíl v indexu PX:	0,50 %

Struktura akcionářů

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

V naší nové analýze na akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko **snižujeme 12měsíční cílovou cenu ze 405 Kč na 351 Kč**, když reflektujeme zejména výraznější pokles hospodaření v letošním roce způsobený koronavirovou krizí a nárůst zadlužení daný novou akvizicí v podobě výrobců minerálních vod Korunní a Ondrášovky.

Letošní bezprecedentní epidemiologická situace a s tím související nouzová vládní restriktivní opatření mají výrazně negativní globální ekonomické dopady, které zasáhly rovněž celý nápojářský sektor, včetně Kofoly. Ta musela čelit zejména jarnímu uzavření gastronomického segmentu, který na stěžejním česko-slovenském trhu, resp. v Adriatickém regionu tvoří zhruba 40 %, resp. 47 % tržeb. **Zasaženo bude hlavně druhé letošní čtvrtletí, ve kterém předpokládáme výpadek tržeb téměř 400 mil. Kč a negativní vliv do provozního zisku EBITDA v blízkosti 170 mil. Kč.** Situace nebude pro nápojářské odvětví, potažmo pro Kofolu jednoduchá ani ve zbytku letošního roku, když gastro segment může být zčásti nadále nepříznivě ovlivňován zejména v hlavní letní sezóně utlumeným cestovním ruchem. Celkový negativní efekt COVIDu-19 **do výnosů, resp. EBITDA se tedy podle našich odhadů může letos vyšplhat k úrovni 700 mil. Kč, resp. 300 mil. Kč.**

Naše odhady letošního hospodaření Kofoly z počátku roku indikující EBITDA převyšující hranici 1100 mil. Kč jsme tak museli v průběhu jarních měsíců kvůli neočekávané pandemické situaci **korigovat do rozmezí 900 – 1000 mil. Kč, resp. na spodní hranu, když aktuálně predikujeme letošní pokles EBITDA o 17 % na 926 mil. Kč. Samotná Kofola následně v květnu oznámila výhled na úrovni 900 mil. Kč +-10 %**, tedy v intervalu 810 – 990 mil. Kč. Šíří intervalu je tak Kofola oproti naší predikci o něco konzervativnější. Spodní hranice rozpětí nicméně podle našeho názoru odráží možná rizika spojená s dalším eventuálním zhoršováním epidemiologické situace a s tím souvisejícím zpříšňováním provozních podmínek v gastro segmentu. Byť koronavirová situace se stále zcela nezklidnila, tak hlavní letní sezóna již v podstatě probíhá bez razantních restriktivních opatření a vypadá to, že tomu tak bude i do jejího závěru. Vedle toho letos Kofole pomáhá příznivý vývoj na straně materiálových nákladů s poklesem výdajů na výrobu PET lahví a dobře zahedgované kontrakty na cukr za loňské nízké ceny. Proto se domníváme, že letošní EBITDA má potenciál se pohybovat mírně nad hranicí 900 mil. Kč, jak uvádíme výše.

Pokud se nebude opakovat letošní zcela mimořádná situace s plošnými

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie Kofoly


zdroj: www.fio.cz/e-broker

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

rok	2017	2018	2019
Tržby	6963	7119	6410
EBITDA	950	1011	1119
Čistý zisk	231	264	286

zdroj: Kofola

Pozn.: rok 2019 již bez polské Hoop a ruského Megapack (tzn. jde o výsledky z pokračujících operací), roky 2017 a 2018 ještě obsahují Hoop a Megapack

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

rok	2017	2018	2019
Česká republika	2899	3167	3307
podíl na celku	42%	45%	52%
Slovensko	1629	1691	1724
podíl na celku	23%	24%	27%
Polsko	1249	1029	66
podíl na celku	18%	15%	1%
Slovinsko	735	755	800
podíl na celku	11%	11%	13%
Ostatní	451	477	513
podíl na celku	6%	7%	8%

zdroj: Kofola

Pozn.: segment „ostatní“ je tvořen zejména Chorvatskem, zbytek tvoří export do ostatních zemí; rozdělení tržeb podle konečného zákazníka; rok 2019 již bez polské divize Hoop

uzavírkami ekonomických aktivit, tak v příštím roce se bude hospodaření Kofoly vracet do běžných intencí a mělo by nastat výraznější zotavení tržeb a zisků. Absence letošního výpadku hospodaření v řádu stovek miliónů korun, celoroční příspěvek nové akvizice Korunní a Ondrášovky, jež ročně generuje do tržeb, resp. EBITDA zisku kolem 850 mil. Kč, resp. 110 mil. Kč, další posun v objemech prodejů nové minerální vody Klášterná spojený s uvedením tohoto produktu i na český maloobchodní trh a rovněž námi očekávaný spíše umírněný vývoj nákladů na cukr (když letošní tržní ceny cukru prozatím nenaznačují tlaky na výraznější růst kontraktů pro rok 2021), podle našich odhadů vytváří v příštím roce prostor pro **růst tržeb přes hranici 7400 mil. Kč (+16 % y/y) a EBITDA by se mohla blížit 1200 mil. Kč**, což by značilo téměř 30% navýšení provozní ziskovosti oproti našemu předpokladu za letošní rok. Zejména plné působení synergických efektů souvisejících se začleněním Korunní a Ondrášovky do struktur skupiny Kofola a úspěšné etablování Klášterné na česko-slovenském trhu, pak **ve střednědobém horizontu posouvá náš výhled tržeb, resp. EBITDA na úroveň přesahující hladinu 7500 mil. Kč, resp. do rozmezí 1220 – 1240 mil. Kč.**

Po námi předpokládaném výpadku letošní dividendy, jakožto reakce na negativní důsledky COVIDu-19 a letos realizovanou akvizici Korunní a Ondrášovky (jejíž cenu odhadujeme kolem 1100 mil. Kč, což v kombinaci s výpadkem zisků výrazně zatíží letošní cash flow) s negativními dopady do zadlužení, které se bude dle našich odhadů přibližovat hraniční úrovni stanovenou bankovními kovenanty ve výši 3,5x násobku EBITDA, očekáváme od příštího roku v souvislosti s oživením hospodaření normalizaci dividendové politiky a tedy návrat k předchozímu záměru vyplácet kolem 300 mil. Kč ročně. V roce 2021 tak bude podle našich odhadů opět prostor pro **vyplacení dividendy alespoň ve výši 13,5 Kč na akcii indikující slušný 6% dividendový výnos**. Ve střednědobém období pak vidíme potenciál alespoň k mírně progresivní dividendové politice s posunem dividendy přes hranici 14 Kč.

Kombinace letošního výraznějšího poklesu ziskovosti a poakvizičního nárůstu zadlužení na jednu stranu tlačí ocenění společnosti níže, na druhou stranu akvizice Korunní a Ondrášovky posouvá střednědobé výhledy hospodaření ve srovnání s naší předchozí analýzou na vyšší úroveň, což zmírňuje tlak na pokles cílové ceny. Výsledná cílová cena 351 Kč tak nadále skýtá oproti aktuálnímu tržnímu ocenění výrazný více než 55% růstový potenciál. Výrazný diskont akcií Kofoly je stále patrný i vůči relativnímu sektorovému srovnání, když Kofola se podle našich odhadů aktuálně obchoduje na úrovni 7x EV/EBITDA 2021, resp. 15x P/E 2021, zatímco mediánová hodnota nápojářského sektoru se pohybuje poblíž 13x, resp. 20x násobku, což indikuje ocenění akcií Kofoly minimálně na úrovni 300 Kč. **Nadále tak vnímáme akcie Kofoly jako podhodnocené a potvrzujeme nákupní doporučení.**

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

rok	2017	2018	2019
Sycené nápoje	2946	3033	2672
<i>podíl na celku</i>	<i>42%</i>	<i>43%</i>	<i>42%</i>
Vody	2068	1939	1759
<i>podíl na celku</i>	<i>30%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>
Sirupy	671	631	467
<i>podíl na celku</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>
Nesycené nápoje	620	736	681
<i>podíl na celku</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>
Ostatní	658	780	831
<i>podíl na celku</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>	<i>13%</i>

zdroj: Kofola

Pozn.: segment „Ostatní“ je nově rozdělen na „fresh bary a saláty“ (421 mil. Kč) a „ostatní“ (410 mil. Kč); rok 2019 již bez polské divize Hoop

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, ve Slovinsku, Chorvatsku a v Polsku. Kofola vyrábí v celkem devíti závodech, tři jsou situovány v České republice, tři na Slovensku a po jednom ve Slovinsku, Chorvatsku a Polsku. Celkový počet zaměstnanců dosahuje téměř dvou tisíc.

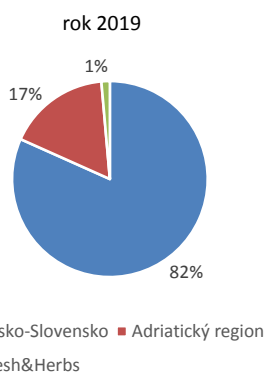
V portfoliu společnosti se nachází zhruba 30 značek. Klíčovou značkou je kolový nápoj Kofola, který tvoří kolem 30 % celkových tržeb společnosti. Mezi další stěžejní značky patří např. vody Rajec, Radenska a Studenac, sycený nápoj Vinea nebo sirupy Jupí. Důležitými produkty jsou rovněž např. dětské nápoje 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. Skupina Kofola se v nedávném období dále rozrostla o výrobce bylinných čajů Leros, prodejce kávy Espresso a výrobce ciderů a přírodních limonád F.H.Prager.

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 lze rozdělit do dvou základních segmentů. 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. 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 česko-slovenském trhu v něm Kofola generuje zhruba 59 % tržeb. Zbýlých 41 % pak připadá na gastro segment. V Adriatickém regionu (téměř výhradně Slovinsko a Chorvatsko) je situace vyváženější, když maloobchod vykazuje 53% podíl a na HoReCa pak připadá 47 %.

Graf č.2:
EBITDA podle obchodních segmentů



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 41% tržním podílem (druhé místo zaujímá s 35% podílem společnost Coca-Cola, ostatní konkurenti již výrazněji ztrácejí s tržními podíly do 10 %), tak v segmentu maloobchodu, kde opanuje zhruba 19 % trhu (dvojka, resp. trojka trhu Karlovarské minerální vody (KMV), resp. Coca-Cola mají cca 14%, resp. 13% podíl). V tuzemské HoReCa Kofola drží 27% tržní podíl a je dvojkou za Coca-Colou, jež ovládá 42 % trhu. V českém maloobchodu se situace oproti minulosti přeskupila. Zatímco ještě v roce 2017 zaujímali všichni velcí hráči zhruba 15% tržní podíly, tak na konci roku 2018 se jedničkou staly KMV poté, co akvizovaly českou a slovenskou pobočku PepsiCo a aktuálně ovládají 30 % trhu. Kofola pak s Coca-Colou bojuje o druhou pozici s tržním podílem okolo 14 %. Po akvizici Korunní a Ondrášovky by se však pozice Kofoly měla posunout k 20 %.

Česko-slovenský trh je pro Kofolu z hlediska výkonnosti nejvýznamnější a lze ho označit za trh jádrový. Za rok 2019 na něm společnost realizovala 69 % celkových výnosů a 82 % celkového provozního zisku EBITDA (podle nového členění dle obchodních segmentů). Samotný český trh (podle členění dle konečného zákazníka) se podílí 52 % na veškerých tržbách. Na Slovensku pak Kofola realizuje 27 % veškerých tržeb.

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 v roce 2019 tvořil 20 % 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 byl meziroční pokles z 18 %, v roce 2016 zde ještě generovala 25 % tržeb. 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 (k divestici došlo v březnu 2019). Kofola si v Polsku ponechává menší, nicméně perspektivnější byznys v podobě společnosti Premium Rosa vyrábějící přírodní produkty jako jsou sirupy, šťávy, džemy apod.

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 27% podílem na tržbách, pak kategorie nesycených nápojů (11% podíl, sem se řadí např. výše zmíněné dětské nápoje Jupik, džusy či ledové čaje značky Rauch), sirupy (7 %) a nakonec segment ostatní (13 %), kam se řadí UGO bary a salaterie, UGO lahvičky, saláty Titbit, Premium Rosa, energetické nápoje Semtex a nově se tam započítávají např. i výnosy z nedávné akvizice výrobce bylinných čajů Leros či kávový byznys Espresso. Kofola tento rozvíjející se segment nedávno rozdělila na dva, a to na „fresh bary a saláty“ a „ostatní“.

Tabulka č.4: Hospodaření za rok 2019

mil. Kč	2019	odhady trhu*	2018	y/y
Tržby	6410	6397	6159	4,1%
EBITDA	1119	1091	1057	5,9%
EBIT	570	532	554	2,9%
Čistý zisk	285	-	376	-24,1%
Zisk na akcii (Kč)	12,8	-	16,9	-24,1%

zdroj: Kofola; *průměr analytických odhadů podle průzkumu Kofoly

Pozn.: Veškerá čísla jsou za pokračující operace, tzn. i rok 2018 je očištěn o polskou divizi Hoop a ruský Megapack, které byly prodány.

Tabulka č.5: Hospodaření za 1Q 2020

mil. Kč	1Q20	odhady trhu*	1Q19	y/y
Tržby	1289	1276	1291	-0,1%
EBITDA	119	113	118	0,6%
EBIT	-22	-30	-12	-79,2%
Čistý zisk	-4	-56	-56	93,1%
Zisk na akcii (Kč)	-0,2	-	-2,5	93,1%

zdroj: Kofola; *průměr analytických odhadů podle průzkumu Kofoly

Pozn.: Veškerá čísla jsou za pokračující operace

Letošní rok ve stínu koronakrizy. COVID-19 zastíní všechny pozitivní vlivy včetně příspěvku nové akvizice Korunní a Ondrášovky s námi odhadovaným negativním celoročním dopadem do tržeb, resp. EBITDA kolem 700 mil. Kč, resp. 300 mil. Kč.

Výrazný vliv COVID-19 na letošní výsledky hospodaření

Po loňském vydařeném roce, kdy Kofola vykázala více než 4% navýšení výnosů na 6409 mil. Kč, respektive především téměř 6% nárůst provozního zisku EBITDA na 1119 mil. Kč a tím překonala svůj výhled stanovený na hladinu 1080 mil. Kč, měla společnost namířeno k dalšímu růstovému roku. Prosincová akvizice výrobců minerálních vod Korunní a Ondrášovky, potenciál zlepšující se ziskovosti segmentu Fresh & Herbs (kam se řadí např. UGO bary a salaterie, výrobce čajů Leros či nově i prodejce kávy Espresso), postupné uvádění nového produktu v podobě minerální vody Klášterná nejen na slovenském, ale i na českém trhu a rovněž prostor k rostoucí výkonnosti v Chorvatsku, to vše vytvářelo podmínky k tomu, aby v letošním roce výnosy překonaly úroveň 7000 mil. Kč a provozní ziskovost dosáhla minimálně hladiny 1150 mil. Kč a spíše se přibližovala k hranici 1200 mil. Kč.

Do původních plánů managementu společnosti však vstoupilo bezprecedentní jarní uzavření gastro segmentu (HoReCa) způsobené pandemií koronaviru. Zhoršující se epidemiologická situace ze začátku března vedla vlády v jednotlivých zemích, kde Kofola působí, k postupnému přijímání nouzových karanténních opatření, která zasáhla řadu ekonomických aktivit včetně byznysu nápojářských firem. Pro výrobce nealkoholických nápojů je segment HoReCa podstatným prodejním kanálem a Kofola není výjimkou. Na svém největším trhu, tedy v Česko – Slovensku, Kofola realizuje v tomto profitabilním segmentu kolem 40 % tržeb (po započítání výnosů z Fresh & Herbs se pak podíl pohybuje poblíž 36 %). V Adriatickém regionu se podíl HoReCa na celkových tamních tržbách pohybuje v blízkosti 47 %.

Propad hospodaření ve 2Q 2020

Výpadek tržeb a zisků bude zásadní zejména ve 2Q 2020, přičemž nejvýraznější negativní dopad lze očekávat v dubnu, kdy provoz restauračních zařízení byl prakticky zcela ochromen. Náš dubnový odhad výpadku tržeb (do kterého započítáváme i ztráty z uzavřených UGO barů a salaterií či výpadky z Espresso) ve výši cca 225 mil. Kč téměř koresponduje s očekáváním Kofoly, která předpokládá dubnové ztráty v blízkosti 200 mil. Kč. Situace se pak v průběhu května (hlavně v ČR a na Slovensku) začala v gastro segmentu postupně uvolňovat, ve Slovinsku a Chorvatsku pak na přelomu května a června. Je však patrné, že zejména i květen bude pro Kofolu složitý a ztrátový, a tak celkový negativní dopad karanténních opatření do výnosů za 2Q 2020 predikujeme ve výši 370 – 380 mil. Kč. Indikace negativního efektu do EBITDA ze strany managementu Kofoly pak činí 150 – 200 mil. Kč, což je podle našeho názoru reálný dopad, když bychom očekávali cca 168 mil. Kč.

Kofola (a celý nápojářský sektor) tak musela ve druhém letošním kvartále čelit těžko předpokládané situaci, která způsobí výrazný propad hospodaření. Výsledky za 2Q 2020 by již sice měly být podporovány novou akvizicí v podobě Korunní a Ondrášovky (očekáváme příspěvek do výnosů, resp. EBITDA ve výši 165 mil. Kč, resp. 15 – 20 mil. Kč) a impulsem mohou být i nižší materiálové náklady na výrobu PET lahví, když Kofola indikuje celoroční úsporu z tohoto titulu ve výši 80 – 100 mil. Kč, nicméně koronavirová krize zcela převáží a ve 2Q 2020 dle našich prvních odhadů

očekáváme 11% pokles výnosů na 1547 mil. Kč a 46% propad EBITDA na úroveň poblíž 166 mil. Kč.

Ve druhém letošním pololetí návrat do normálu

Za předpokladu, že nenastane opětovné vyhocení epidemiologické situace a s tím související návrat restriktivních opatření, tak v dalších letošních kvartálech by se již situace v nápojářském sektoru měla postupně navracet do běžných intencí a nepříznivé vlivy budou odeznívat. Ve 3Q 2020 sice ještě stále počítáme s meziročním poklesem EBITDA o 13 – 14 %, když se zřejmě projeví jednak obecný útlum cestovního ruchu v průběhu letní sezóny (předpokládaný úbytek zahraničních turistů v Chorvatsku, ČR i na Slovensku) a vedle toho i vysoká loňská srovnávací základna s rekordní provozní ziskovostí. V posledním letošním čtvrtletí již očekáváme minimálně stabilní úroveň EBITDA zisku, když na jednu stranu sice bude nadále rizikem rychlost pokoronavirového makroekonomického oživení (možné negativní tlaky na spotřebitelskou poptávku v důsledku předpokládaného zvýšení nezaměstnanosti), na druhou stranu již v meziročním srovnání znatelnější příspěvek Korunní a Ondrášovky a rovněž očekávané nižší náklady na PET lahve by to měly podle našeho názoru kompenzovat.

Celkově tak prozatím neměníme náš na jaře zveřejněný výhled letošní EBITDA v rozmezí 900 – 1000 mil. Kč, konkrétně předpokládáme provozní ziskovost spíše na spodní hraně rozpětí ve výši 926 mil. Kč, což by znamenalo oproti roku 2019 pokles o 17 %. Management Kofoly je o něco konzervativnější, když v květnu po výsledcích za 1Q 2020 oznámil výhled 900 mil. Kč +/-10 % (tedy 810 – 990 mil. Kč). Domníváme se, že tento poměrně široký rozptyl podle našeho názoru reflektuje riziko zhoršení koronavirové situace a návratu k restriktivním opatřením včetně omezování gastronomických provozoven. Od jarního uvolnění nouzových opatření však doposud nedošlo k novým plošným restrikcím omezující podnikatelské aktivity, hlavní letní sezóna tak prozatím může probíhat v běžném módu s pozitivními konsekvencemi do segmentu HoReCa. Zatím jsme tak nadále toho názoru, že letošní EBITDA má potenciál se udržet ve výše uvedeném intervalu 900 – 1000 mil. Kč, navíc když se letos pozitivně vyvíjí materiálové náklady včetně příznivě zahedgovaných cen cukru za nízké loňské ceny.

Očekáváme letošní pokles EBITDA o cca 17 % na 926 mil. Kč. Výnosy nicméně predikujeme na obdobné úrovni jako loni ve výši cca 6445 mil. Kč, a to zejména díky příspěvku Korunní a Ondrášovky.

Tabulka č.7: Předchozí 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

Výhled hospodaření

Tabulka č.6: Výhled hospodaření

mil. Kč	2020	2021	2022	2023
Tržby	6445	7448	7559	7574
EBITDA	926	1191	1227	1233
EBIT	320	567	602	608
Čistý zisk	182	330	359	364

zdroj: odhady Fio banky

Hodnotu transakce Korunní a Ondrášovky odhadujeme v rozmezí 10 – 11x EV/EBITDA, což by odpovídalo ceně kolem 1100 mil. Kč.

Pokud se nebude opakovat bezprecedentní letošní koronavirová situace, tak rok 2021 by měl být ve znamení výraznějšího růstu hospodaření Kofoly. I za předpokladu, že se vlivem případného pomalejšího zotavování ekonomik nepodaří plně kompenzovat letošní výpadky, tak impuls do tržeb, resp. provozní ziskovosti by měl být podle našich odhadů značný, a to v řádu vyšších, resp. nižších stovek milionů korun (min. 600 mil. Kč, resp. 250 mil. Kč).

Vedle toho již bude celý příští rok přispívat do výsledků Kofoly nová akvizice v podobě Korunní a Ondrášovky. Tito výrobci minerálních vod s celkovými ročními tržbami kolem 850 mil. Kč a EBITDA ziskem cca 110 mil. Kč jsou součástí skupiny Kofola od letošního dubna. Jejich příspěvek do letošních tržeb by se tak mohl pohybovat v blízkosti 570 mil. Kč, impuls do EBITDA se pak dle managementu Kofoly očekává kolem 75 mil. Kč. V roce 2021 tedy předpokládáme další impuls ve výši cca 280 mil. Kč, resp. 35 mil. Kč.

Oproti naší předchozí analýze tak projekce hospodaření již obsahuje příspěvek Korunní a Ondrášovky. Touto akvizicí, jejíž cenu odhadujeme kolem 1100 mil. Kč (konkrétní hodnota by měla být zveřejněna v září po výsledcích za 2Q 2020), Kofola výrazněji posiluje svoje postavení na tuzemském trhu vod. Její dosavadní tržní podíl se značkou Rajec činil cca 1,5 %, po akvizici se dostává k hranici 20 %. V celém maloobchodním segmentu by se pak Kofola díky této transakci měla posunout z cca 14% tržního podílu na 20 % a osamostatnit se na pozici dvojky po Karlovarských minerálních vodách, jenž opanují zhruba 30 % českého retailového trhu.

Přestože hodnotu transakce, jež podle našich odhadů odpovídá 10 – 11x násobku EV/EBITDA, nelze hodnotit jako zcela levnou (na druhou stranu ji nepovažujeme za výrazně nadhodnocenou), tak z celkového pohledu máme na akvizici Korunní a Ondrášovky pozitivní náhled. Kofola totiž tímto poprvé výrazněji rozšiřuje svoje tuzemské produkty o minerální vody, což hodnotíme jako zajímavý posun v nabídce, když minerálky jsou v rámci stále většího společenského důrazu na zdraví životní styl obecně ze strany spotřebitelů vnímány příznivě a jsou dobrým základem každého nápojového portfolia.

Kofola má v segmentu vod letité zkušenosti se značkou Rajec, kterou před více než patnácti lety založila na Slovensku a postupně se stala tato pramenitá voda tamní jedničkou trhu. Kofola tak podle našeho názoru má veškeré předpoklady k úspěšnému a efektivnímu začlenění těchto dvou značek do svého portfolia s tím, že by se měly postupně projevovat synergické efekty související s koncentrací výroby, optimalizací prodejního procesu či náklady na management. Navíc Kofola zvažuje distribuci těchto značek i do segmentu HoReCa, což by navýšilo potenciál jejich rozvoje a organického růstu. Podle našeho názoru tedy v sobě Korunní a Ondrášovka skýtá potenciál i ve střednědobém horizontu pozitivně přispívat do výsledků hospodaření společnosti.

V rozvoji je pak další značka minerální vody, slovenská Kláštorňá. Kofola investovala do obnovy její výroby, na přelomu 1Q a 2Q 2019 ji začala prodávat na Slovensku, navyšovat její produkci a postupně ji etablovat na tamním trhu. Od letošního února s touto značkou vstoupila i na český trh, což dále navyšuje potenciál jejího růstu. Očekáváme, že tržby z Kláštorňé budou postupně generovat nižší stovky milionů korun, v příštím roce jejich

Výsledky Kofoly by se po letošním koronavirovém výpadku měly od příštího roku opět dostávat do běžných intencí se střednědobým potenciálem na úrovni tržeb, resp. EBITDA kolem úrovně 7500 mil. Kč, resp. 1200 mil. Kč.

Letošní výplata meziročně stabilní dividendy ve výši 13,5 Kč na akcii není, vzhledem k očekávanému letošnímu poklesu ziskovosti a z toho vyplývajícího tlaku na zadlužení, reálná. Letos s dividendou nepočítáme.

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

2020	2021	2022	2023
-	13,5	14	14,5

zdroj: odhady Fio banky

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

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

zdroj: odhady Fio banky

úroveň odhadujeme u hranice 200 mil. Kč, posléze posun ke 250 mil. Kč s příspěvkem do EBITDA v nižších desítkách milionů korun.

Pokoronavirové zotavení nápojářského byznysu, výše zmíněné investice v segmentu minerálních vod a rovněž také nijak výrazné tlaky na nákladové straně hospodaření (kdy se Kofole sice podle našeho názoru nemusí podařit na rok 2021 podepsat se svými dodavateli tak příznivé kontrakty na cukr jako na konci roku 2018, nicméně letošní vývoj tržních cen cukru nenaznačuje zásadní cenové tlaky), by měly vytvořit podmínky pro výraznější zotavení tržeb a zisků s tím, že v roce 2021 predikujeme zvýšení tržeb o cca 16 % na 7448 mil. Kč a nárůst EBITDA o cca 29 % na 1191 mil. Kč, ve střednědobém horizontu pak posun těchto ukazatelů přes hranici 7500 mil. Kč, resp. 1200 mil. Kč.

Dividendová politika

COVID-19 letos negativně ovlivní nejen samotné výsledky hospodaření Kofoly, ale velmi pravděpodobně i dividendovou politiku. K obvyklému jarnímu návrhu dividendy a její následné výplatě v letních měsících nedošlo. Management Kofoly na jaře z důvodu obtížně predikovatelné situace ohledně pandemie koronaviru odložil rozhodnutí o letošní dividendě až na listopad, tedy po oznámení hospodářských výsledků za 3Q 2020.

Opatrnost ze strany managementu ohledně letošní dividendy je podle našeho názoru na místě a je logickým vyústěním koronavirového období. Výpadek tržeb a zisků, do toho realizace relativně velké akvizice v podobě Korunní a Ondrášovky způsobí tlak na ziskovost, cash flow a zadlužení, které se v průběhu letošního roku podle našich odhadů posune z úrovně 2,4x násobku čistý dluh/EBITDA k hranici 3,5x, resp. v tuto chvíli predikujeme, že ji může i mírně překročit a dosáhnout 3,6x. Za normálních okolností by Kofola letos velmi pravděpodobně zvládla jak vyplatit minimálně meziročně stabilní dividendu ve výši 13,5 Kč na akcii, tak zároveň realizovat výše uvedenou akvizici. COVID-19 nicméně přinesl komplikace. Podle našeho názoru pro udržení meziročně stabilní dividendy letos nebude prostor, jelikož podle našich predikcí by se letos čistá zadluženost dostala až ke 3,9x násobku EBITDA, což by znamenalo poměrně významné překročení hraniční úrovně 3,5x stanovenou bankovním kovenantem. Pokud tedy Kofola svou ziskovostí v letošním 2Q, resp. 3Q výrazněji pozitivně nepřekvapí, tak se přikláníme k té variantě, že letos nedojde k vyplacení dividendy, což bychom hodnotili vzhledem k udržení finanční stability jako rozumný krok.

Normalizaci dividendové politiky nicméně očekáváme od příštího roku, kdy předpokládáme výrazné zotavení hospodaření a s tím související pokles zadlužení pod hladinu 3x. Tím se podle našeho názoru opět vytvoří prostor pro navázání na dříve stanovenou dividendovou politiku vyplácet kolem 300 mil. Kč ročně, což indikuje 13 – 14 Kč na akcii. V roce 2021 tak predikujeme výplatu alespoň ve výši 13,5 Kč na akcii, což vzhledem k aktuální ceně akcie značí velmi solidní 6% dividendový výnos. Ve střednědobém horizontu pak dle našich odhadů bude prostor k mírně progresivní dividendové politice s posunem přes hranici 14 Kč.

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

	2020	2021	2022	2023	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,90	1,10	1,25	1,55	2,50
market return (%)	9,0	9,1	9,2	9,3	10,0
beta	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
equity risk premium (%)	6,32	6,24	6,20	6,05	5,85
risk surcharge (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
cost of equity (%)	8,22	8,34	8,45	8,60	9,35
cost of debt (%)	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,36	3,44	3,52	3,68	3,76
equity weight	0,37	0,38	0,40	0,41	0,41
debt weight	0,63	0,62	0,60	0,59	0,59
WACC (%)	5,18	5,32	5,48	5,69	6,05

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

Tabulka č.11: Model diskontovaného cash flow

v mil. Kč	2020	2021	2022	2023
EBIT	320	567	602	608
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPLAT	256	454	482	487
odpisy	605	624	625	625
CAPEX	450	460	465	470
změna ČPK	33	71	23	33
CF to the firm	378	547	619	609
DCF	135	493	527	488
sum of DCF	1 642			
terminal value	9 533			
čistý dluh	3 344			
equity value	7 832			
počet emitovaných akcií (mil. ks)	22,3			
cílová cena (CZK)	351			

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.

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				
	5,65%	5,85%	6,05%	6,25%	6,45%
0,6%	358	338	320	303	287
0,8%	376	354	335	317	300
1,0%	395	372	351	332	314
1,2%	416	391	369	348	329
1,4%	439	412	388	365	345

zdroj: odhady Fio banky

SWOT analýza:

• Silné stránky

- Etablovaná společnost na trhu nealkoholických 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.
- Silná pozice v profitabilním segmentu HoReCa (restaurace a hotely)
- 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

- Obtížnější pozice na chorvatském trhu, kde Kofola nepatří mezi lídry trhu.
- Silná vyjednávací pozice maloobchodních řetězců.
- Vyšší zadlužení.

• Příležitosti

- Růst v tuzemském segmentu vod díky akvizici Korunní a Ondrášovky, potenciál rozšíření nabídky těchto značek i do HoReCa.
- Uvedení minerální vody Klášterná na česko-slovenský maloobchodní trh.
- Posílení pozice v HoReCa rozšířením nabídky kávy Espresso i ciderů F.H.Prager.
- 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.
- Určitá míra citlivosti výsledků hospodaření na počasí v letní sezóně.
- Vývoj cen materiálů a komodit (PET, cukr a ostatní sladidla).
- 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**