

Kofola ČeskoSlovensko – shrnutí roku 2019 a výhled na rok 2020

Akcie nápojářské společnosti Kofola ČeskoSlovensko v uplynulém roce **nezaznamenaly téměř žádnou změnu, když rok 2019 uzavřely na hodnotě 280 Kč (-1 %). Včetně dividendy pak vykázaly roční výnos ve výši 3,5 %.** Akcie Kofoly po turbulentnějších letech 2017 a 2018, kdy postupně docházelo ke změnám v akcionářské struktuře, v rámci nichž v několika fázích prodal své veškeré podíly polský investor CED Group, zaznamenaly poklidnější rok. Tento akciový titul tak zažil de facto první rok, ve kterém se ustálila vlastnická struktura společnosti, zmizela hrozba prodeje většího balíku akcií, navýšil se free float z 6 % na 28 % a vytvořil se prostor pro větší likviditu, větší objemy obchodů s potenciálem růstu ceny akcie za předpokladu příznivého vývoje hospodaření.

A hospodaření společnosti se v posledních dvou letech vyvíjí pozitivním směrem. **Po růstovém roce 2018 by měla Kofola zaznamenat zvýšení tržeb a zisků i za rok 2019.** Pomohl odchod z polského trhu, resp. prodej polské divize Hoop Polska, ke kterému došlo loni v březnu, a Kofola za to celkově zinkasovala 354 mil. Kč. Prodej polských aktiv kvitujeme, Kofola se již delší čas na tomto trhu trápila a její provozní hospodaření postupně klesalo až k záporné nule. Vzhledem k výkonnosti tamních aktiv cenu transakce hodnotíme jako adekvátní a výrazněji nás nepřekvapila. Polský trh již tedy nepředstavuje zátěž a Kofola se tak může naplno soustředit na své perspektivní trhy v Česko-Slovensku a v Adriatickém regionu.

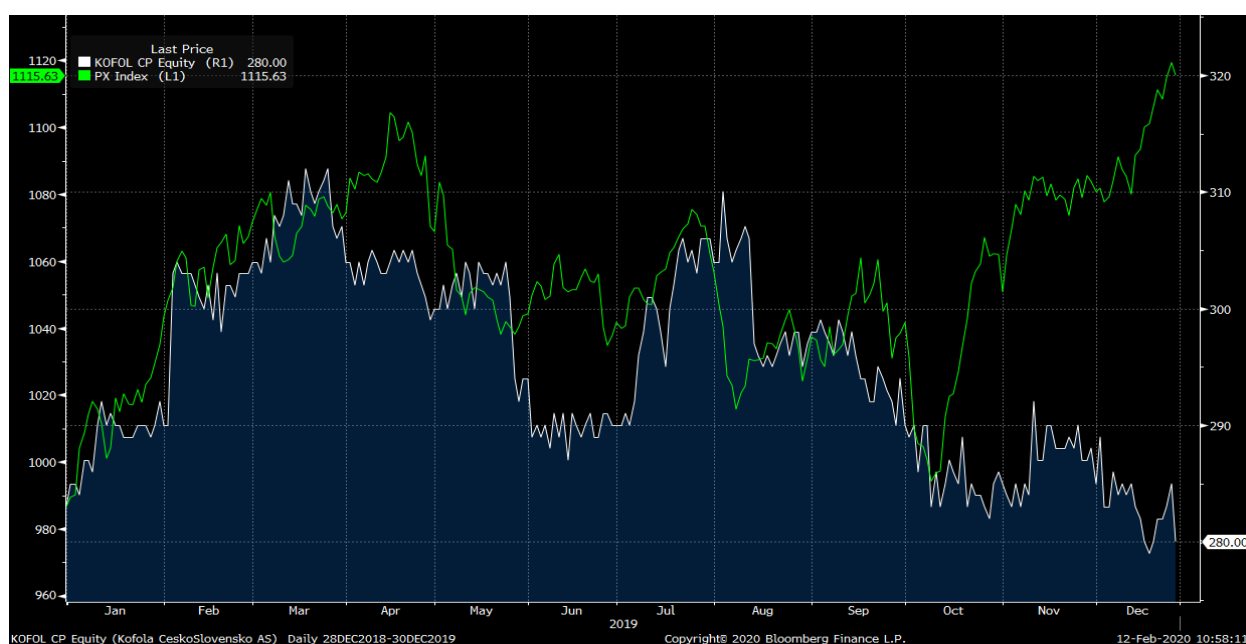
Management Kofoly v průběhu celého loňského roku držel **výhled provozního zisku EBITDA za rok 2019 na úrovni 1080 mil. Kč**, což je téměř v souladu s naší projekcí 1089 mil. Kč. Prognóza byla podržena i přes slabší druhý kvartál, kdy Kofolu potrápil nejchladnější květen za poslední dekádu a rovněž rostoucí provozní náklady v podobě vyšších materiálových nákladů na PET lahve či vyšších nákladů na logistiku. Kofola totiž zaznamenala vydařené první a třetí čtvrtletí, kdy vykázala meziroční růsty provozní ziskovosti. Zejména pak 3Q s EBITDA ziskem ve výši 436 mil. Kč překonal o téměř 5 %, resp. 7 % naše odhady, resp. tržní konsensus. Slušnou výkonnost v průběhu loňského roku vykazoval stěžejní česko-slovenský trh. Především se Kofole, i díky silně rostoucím prodejm licenčně vyráběné RC Coly, dařilo **navyšovat tržní podíl v profitabilním gastro segmentu (HoReCa), a to jak v ČR, kde v průběhu roku stoupl ze 24 % na rekordních 27 %, tak na Slovensku, kde se přehoupl přes 40 % až na rekordních 42 %.**

I v rámci výše zmíněného slabšího 2Q, kde byly výsledky limitovány chladným a deštivým květnem (což znamenalo výpadek tržeb v řádu vyšších desítek milionů korun), dokázala Kofola v Česko – Slovensku vykázat sice mírný, ale přeci jen meziroční růst výnosů. Je tak patrné, že společnost se může opřít o dlouhodobě silné postavení v segmentu HoReCa, které je dáno jednak již dříve nastolenou přímou distribucí znamenající těsnější vztah se zákazníkem a jednak širokým portfoliem nabízených značek. Když se pak k tomu přidaly inovace, které oživily značku RC Cola, tak výsledkem bylo výše zmíněné navyšování tržních podílů. Kofola tak v gastro segmentu potvrzovala pozici jedničky trhu na Slovensku a dvojky trhu v ČR, přičemž v tuzemsku se jí dařilo stahovat náskok na vedoucí Coca-Colu.

Příznivější vývoj byl v průběhu minulého roku patrný i na chorvatském trhu. Zde management cíloval dvojciferný nárůst tržeb a tyto plány se prozatím naplňují, když za 9M 2019 společnost vykázala 10% meziroční růst výnosů na 305 mil. Kč. Díky předchozím marketingovým aktivitám se v prodejním mixu začaly výrazněji prosazovat tamní tradiční značky z portfolia Studenac, stále dobré prodeje na chorvatském trhu vykazují minerálky Radenska či licenčně prodávaná Pepsi, pomohlo i zvyšování cen a rovněž pozitivní dopad měla změna distributora, což pak mělo příznivé dopady do tamního gastro segmentu. Důležitým aspektem loňské zlepšující se výkonnosti na chorvatském trhu bylo obecně to, že Kofola zde zaznamenala zřejmě nejvydařenější letní sezónu za celou dobu působení v této zemi. Léto v Chorvatsku, jakožto přímořském státě, je oproti ostatním trhům, kde Kofola působí, specifické a zcela zásadní pro celková čísla. Pozitivní trend v chorvatských tržbách očekáváme i v posledním kvartále loňského roku s tím, že **za celý rok 2019 by se mohly dostat k úrovni 365 mil. Kč a posunout se tak z předloňských 332 mil. Kč.** Tento růst výnosů pak již vytváří prostor pro realizaci kladného EBITDA zisku, který by se dle našich odhadů mohl dostat **do rozmezí 10 – 20 mil. Kč** a překonat tak předloňskou zápornou nulu.

Stále dobře Kofola performuje na slovinském trhu, kde i přesto, že je jasnou jedničkou, dokáže růst na tržbách i ziscích. Pozitivním impulsem bylo dojednání nového kontraktu s významným slovinským maloobchodníkem Mercator, jenž ovládá 35 % tamního trhu, pomohlo i loňské příznivější letní počasí. Kofola tak ve Slovinsku podle našich odhadů směřuje k tržbám ve výši 800 mil. Kč (téměř 6% růst) a provozní ziskovosti lehce převyšující hranici 200 mil. Kč (+13 % y/y). **Slovinsko tak zůstává zřetelným tahounem hospodaření v Adriatickém regionu.**

Z celkového pohledu by měl být Adriatický region hlavním přispěvatelem do očekávaného růstu provozního zisku EBITDA za rok 2019. Česko – slovenský trh sice zřejmě za loňský rok podle našich odhadů vykáže cca 2% růst výnosů na 4960 mil. Kč, když již plně přispívala předloňská akvizice výrobce bylinných čajů Leros či se začala projevovat loňská červencová akvizice společnosti Espresso (distributor kávových směsí Café Reserva a čajů Dilmah), nicméně na úrovni EBITDA spíše očekáváme (za předpokladu, že nás Kofola výrazněji pozitivně nepřekvapí ve 4Q 2019) stagnaci kolem úrovně 850 mil. Kč. Přeci jen se na úrovni celoroční na česko-slovenském trhu zřejmě projeví výše zmíněný chladný květen, vyšší náklady na materiál, logistiku a mzdy. **Celkově tak za rok 2019 očekáváme zhruba 3% růst výnosů na 6350 mil. Kč a posun EBITDA z předloňských 1011 mil. Kč (po očištění o Polsko to bylo 1057 mil. Kč) na cca 1080 mil. Kč.** Na úrovni čistého zisku očekáváme stagnaci kolem hladiny 310 mil. Kč, nicméně předloňská srovnávací základna je relativně vysoká, když čistá ziskovost za rok 2018 byla výrazně vylepšena daňovým bonusem souvisejícím s investičními pobídkami.



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2020

Zřejmě nejsledovanější událostí letošního roku z pohledu Kofoly bude vývoj akvizice **společnosti Karlovarská Korunní a Ondrášovka**. Kofola oznámila koupi těchto producentů minerálních vod v prosinci a transakce ještě musí být schválena tuzemským antimonopolním úřadem. Verdikt úřadu je očekáván v průběhu první poloviny letošního roku. Nepředpokládáme komplikace, jelikož v nedávné době antimonopolní úřad schválil transakci mezi Karlovarskými minerálními vodami a Pepsi, v rámci níž karlovarský výrobce převzal česko-slovenská aktiva společnosti Pepsi. Nevidíme tak důvody pro neschválení i této další transakce na českém trhu s nealkoholickými nápoji.

Po nedávných menších akvizicích typu Titbit (výrobce salátů), Premium Rosa (šťávy, džemy a další zdravé produkty) či Leros, Kofola po delší době realizuje větší transakci, která se svou velikostí podobá nákupu slovinského výrobce minerálních vod Radenska z roku 2015. Cena prozatím nebyla oznámena. Nicméně vzhledem k hodnotě akvizice Radenske, jenž se pohybovala v rozmezí 700 – 800 mil. Kč a vzhledem k indikaci managementu, že byla zaplacená určitá prémie nad úroveň ocenění samotné Kofoly, **tak cenu Korunní a Ondrášovky odhadujeme v blízkosti 1000 mil. Kč**. To by vzhledem k roční EBITDA kupovaných firem na úrovni cca 115 mil. Kč a jejich čistého dluhu ve výši cca 150 mil. Kč značilo v relativním vyjádření hodnotu transakce poblíž 10x násobku EV/EBITDA. Pokud by se hodnota transakce měla skutečně pohybovat ve výše naznačených intencích, tak ji hodnotíme spíše neutrálně. Podle našeho názoru ji nelze vnímat jako zcela levnou, ale ani jako výrazně nadhodnocenou.

Kofola kupuje v podobě Korunní a Ondrášovky etablované značky na českém maloobchodním trhu s vodami, získává v součtu dvojku trhu v tomto segmentu s cca 20% tržním podílem. Kofola tak touto akvizicí výrazně posílí svoji pozici na tuzemském trhu vod, ve kterém **zvýší tržní podíl z cca 1,5 % na úroveň mírně přesahující 20 %**. **V maloobchodu jako celku se pak její tržní pozice posune z cca 14 % na hodnoty rovněž kolem 20 %** a osamostatní se tak na pozici dvojky za Karlovarskými minerálními vodami, které opanují 30 % trhu. Doposud se Kofola víceméně dělila o druhé místo na tuzemském retailovém trhu s Coca-Colou.

Dle vyjádření managementu Kofoly se jedná o dobře zainvestované firmy, což značí, že nebudou muset být vynakládány významnější poakviziční CAPEX. Zároveň se nejedná o entitu s velkým zadlužením, jak uvádíme výše, její čistý dluh se pohybuje pouze na úrovni 1,3x násobku EBITDA. Korunní a Ondrášovka aktuálně na tržbách dohromady generují zhruba 850 mil. Kč ročně, na provozním zisku EBITDA pak výše zmíněných 115 mil. Kč, což znamená zhruba 13 %, resp. 10 % celkových tržeb, resp. EBITDA Kofoly. Jedná se tedy o akvizici, která dodá poměrně významný impuls do celkového hospodaření společnosti.

Kofola touto transakcí poprvé obohacuje své tuzemské produktové portfolio o minerální vodu. Doposud v ČR prodávala tzv. pramenitou vodu v podobě značky Rajec. To hodnotíme jako zajímavý posun v nabídce, když minerální vody jsou v rámci stále většího společenského důrazu na zdravý životní styl obecně ze strany spotřebitelů vnímány příznivě a jsou dobrým základem každého nápojového portfolio. **V první fázi bude Kofola prodávat Korunní a Ondrášovku v maloobchodním segmentu, do budoucna se však uvažuje i o rozšíření prodeje v HoReCe, tzn. do hospod, restaurací a hotelů, což by znamenalo další impuls do celkového hospodaření**. Kofola má navíc v rámci segmentu vod letité zkušenosti, když na Slovensku před více než patnácti lety úspěšně vytvořila značku Rajec, která se postupně stala tamní jedničkou trhu, což by mělo napomoci k co nejlplynulejšímu začlenění akvírovaných značek do stávajícího portfolio. Měly by se postupně rovněž projevat synergické efekty související např. s koncentrací výroby, optimalizací prodejního procesu či náklady na management. **V celkovém kontextu tak máme na výše uvedenou akvizici pozitivní náhled**, podle našeho názoru dává ze strategického pohledu smysl a dobře zapadá do celého byznys modelu.

Očekáváme, že naplno se začne akvizice Korunní a Ondrášovky, díky výše zmíněným synergickým efektům a postupnému odeznívání předpokládaných poakvizičních nákladů souvisejících zejména s marketingem, do čísel Kofoly projevovat od příštího roku. Nicméně zajímavý impuls do tuzemského hospodaření lze čekat již od letoška, když předpokládáme začlenění do konsolidačního celku zhruba v polovině roku. Konkrétně očekáváme příspěvek do tržeb, resp. EBITDA kolem 350 mil. Kč, resp. 50 mil. Kč.

Profitabilitu na česko – slovenském trhu již předpokládáme i ze strany tzv. zdravého segmentu, kde působí UGO (fresh bary a salaterie, výrobce salátů Titbit) a Leros. Zejména Leros byl ještě loni zatěžován poakvizičními rozvojovými náklady souvisejícími s marketingovými aktivitami. Tento faktor by měl již odeznívat, a proto v letošním roce očekáváme kladnou EBITDA kolem 10 mil. Kč při výnosech cca 130 mil. Kč. Segment UGO sice v posledních letech rostl na tržbách, které se od roku 2017 postupně posouvaly ze 409 mil. Kč na námi předpokládaných cca 470 mil. Kč vykázaných za rok 2019, nicméně vlivem expanzivních nákladů na rozvoj UGO barů či rostoucích mzdových nákladů byla provozní ziskovost stále kolem nuly. Stabilizace počtu provozoven spolu s rostoucími tržbami by se již měla projevit do kladného hospodaření s námi předpokládanou EBITDA alespoň ve výši 10 mil. Kč. Ze strany UGO a Leros tak za letošní rok očekáváme meziroční impuls do česko-slovenské provozní ziskovosti kolem 20 mil. Kč. Dle našich prvních odhadů tak předpokládáme **posun výnosů z česko-slovenského trhu k hladině 5500 mil. Kč z loňských očekávaných téměř 5000 mil. Kč** (Kofola oznámí výsledky za loňský rok 25. března) a **EBITDA na úrovni 890 mil. Kč, což by značilo navýšení z loňských očekávaných cca 850 mil. Kč.**

Oproti původním předpokladům zřejmě v letošním roce nebude zdaleka takovou hrozbou pro hospodaření v Česko – Slovensku vývoj tržních cen cukru. Ceny této komodity se na evropských trzích v průběhu loňského roku dostávaly přes hranici 400 EUR/t. Vzhledem k tomu, že Kofola měla na většinu roku 2019 zajištěny ceny pod úrovní 300 EUR/t, tak vznikalo riziko, že se svými dodavateli na letošní rok uzavře kontrakty v blízkosti 400 EUR. Aktuální informace ze strany managementu však naznačují, že **Kofole se na většinu letošního roku pro česko-slovenský trh podařilo zafixovat ceny cukru za loňské nízké ceny.** Rostoucí tržní ceny cukru se tak letos promítnou pouze v Adriatickém regionu. Tam ale mají díky Radenske v produktovém portfoliu poměrně velké zastoupení vody a tudíž citlivost hospodaření na změny ceny cukru je nižší než-li je tomu na českém a slovenském trhu. Navíc náklady na izoglukózu (což je vedle cukru další součást sladidel) by podle vyjádření managementu společnosti měly letos poklesnout. To v konečném důsledku značí, že naše prvotní odhady týkající se meziročně vyšších nákladů na sladidla s negativním dopadem do EBITDA v řádu vyšších desítek milionů korun se nenaplní. Aktuálně tak počítáme maximálně s mírným negativním vlivem v objemu 20 – 30 mil. Kč.

Jak naznačujeme výše, tento mírně nepříznivý vliv se nejspíše projeví převážně do hospodaření ve Slovinsku a Chorvatsku. Konzervativně tak předpokládáme lehký pokles slovinské EBITDA z loňských očekávaných 207 mil. Kč na úroveň poblíž 190 mil. Kč při stabilních tržbách kolem 800 mil. Kč. V Chorvatsku však i přesto nadále počítáme s postupným zlepšením, když loňský předpokládaný posun do kladných provozních čísel v rozmezí 10 – 20 mil. Kč stále nedosahuje potenciálu, jenž chorvatský trh nabízí. Další prosazování synergických efektů se slovinskou Radenskou, zlepšování v gastro segmentu a celková optimalizace a adaptace byznys modelu na tamní specifitější podmínky, jenž zdá se již úspěšně proběhla v průběhu minulého roku, by měly vytvořit podmínky pro další zvýšení výnosů k hladině 400 mil. Kč a s tím spojené další zlepšení provozní ziskovosti do rozmezí 30 – 40 mil. Kč.

Z pohledu celkových čísel Kofoly tak v našich prvních odhadech na letošní rok očekáváme nárůst výnosů o cca 9 % na 6900 mil. Kč a posun EBITDA zisku z loňských managementem předpokládaných 1080 mil. Kč na hladinu poblíž 1125 mil. Kč (+4 % y/y). Kofola by měla tradičně zveřejnit letošní výhled EBITDA na konci března při zveřejnění výsledků hospodaření za rok 2019 (konkrétně předpokládáme 26. března v rámci konferenčního hovoru).

Stejně jako v předchozích letech bude sledovanou záležitostí oznámení letošní dividendy. Určitou nejistotu ohledně velikosti dividendy mohla vyvolat výše zmíněná akvizice Korunní a Ondrášovky. Management společnosti na nedávném setkání s investory však potvrdil záměr, i přes realizaci této větší akvizice, nadále vyplácet dividendu v celkovém objemu kolem 300 mil. Kč. **To v souladu s naším očekáváním v podstatě znamená potvrzení stabilní či mírně progresivní dividendové politiky, což indikuje letošní výplatu alespoň ve stejné výši jako loni, tedy 13,50 Kč na akcii a slušný 5% dividendový výnos.** Počítáme s tím, že zadluženost Kofoly vzroste, a to výhradně vlivem akvizice Korunní a Ondrášovky. V momentě její realizace, tzn. v průběhu letošního prvního pololetí, dle našich odhadů zadlužení naroste z 2,6x násobku čistý dluh/EBITDA vykázaného ke konci loňského září na cca 3,1x, včetně očekávané výplaty dividendy se pak může dostat poblíž 3,3x násobku. Na konci roku 2020, s rostoucí provozní ziskovostí, by pak zadlužení mohlo podle

našich odhadů poklesnout k úrovni 2,9x. Po roce 2020, se zvyšujícím se vlivem nové akvizice na celkové výsledky hospodaření by pak měl dluh klesat výrazněji pod 3x. Podle našeho názoru se tak nastolená dividendová politika nevyklučuje s oznámenou akvizicí, letošní výplata dividendy výrazně nenavýší zadlužení a nijak výrazně by to nemělo vychýlit likvidní pozici společnosti. Indikace letošní stabilní dividendy ze strany managementu nás tedy nepřekvapila.

Akcie Kofoly se obchodují s výraznějším diskontem vůči sektoru. Zatímco Kofola se aktuálně pohybuje na úrovni 7,6x, resp. 17,8x násobku letošní očekávané EV/EBITDA, resp. P/E, tak akcie konkurenčních nápojářských firem se obchodují za cca 14x, resp. 22x násobek. Toto srovnání pak indikuje cenu Kofoly kolem 320 Kč dle násobků P/E, resp. dle násobků EV/EBITDA dokonce cenu přesahující hladinu 400 Kč. Diskont je patrný i vůči naší cílové ceně 405 Kč. **Na současných úrovních poblíž 260 Kč vnímáme akcie Kofoly jako podhodnocené s výrazným investičním potenciálem. Potvrzujeme tak nákupní doporučení na tento titul.**