

Kofola ČeskoSlovensko – shrnutí roku 2018 a výhled na rok 2019

Akciím výrobce nealkoholických nápojů Kofola ČeskoSlovensko se v uplynulém roce nedařilo, **oslabily o 32,5 % na 283 Kč** a výrazněji zaostaly za celou pražskou burzou, která poklesla o 8,5 %.

Akcie Kofoly byly v loňském roce sráženy dolů ani ne tak fundamentem, jako spíše **proběhlou korporátní akcí v podobě úplného exitu polského investora CED Group z akcionářské struktury společnosti**. CED Group prodal ve dvou fázích celý svůj 20,9% podíl v Kofole. Konkrétně, k prodeji prvního 8,5% balíku akcií v ceně 270 Kč za akcii došlo v červnu, prodej zbylého 12,4% podílu v hodnotě 255 Kč za akcii byl pak uskutečněn v září. Zejména červnová transakce byla realizována až s překvapivě výrazným 25% diskontem vůči předchozí závírací ceně na burze a byla tak hlavní příčinou loňské korekce na tomto titulu. Diskont u zářijového prodeje již nebyl zdaleka tak výrazný, činil 5 % vůči závírací tržní ceně.

Z krátkodobého pohledu tak odchod CED Group vytvářel v průběhu loňského roku silně negativní tlak na akcie Kofoly, **z delší perspektivy však vnímáme tento exit příznivě**. Zmizela totiž hrozba prodeje většího balíku akcií, došlo k „vyčištění“ akcionářské struktury a do budoucího vývoje ceny akcie by tak již měl výhradně promlouvat fundament, tedy výkonnost hospodaření společnosti. Navíc se zvýšil free float z cca 6 % na 27 %, což zvyšuje likviditu titulu, vytváří potenciál pro větší objemy obchodů a vzniká tím prostor přitáhnout, za předpokladu příznivého vývoje hospodaření, zájem dalších (i větších) investorů o akcie Kofoly s pozitivním dopadem do jejich ceny.

Fundament u tohoto titulu vnímáme pozitivně, jak za loňský, tak letošní rok totiž očekáváme rostoucí hospodaření. **Tržby za rok 2018 predikujeme poblíž hladiny 7033 mil. Kč (+1 % y/y), na úrovni provozního zisku EBITDA pak očekáváme meziroční nárůst o cca 11 % na 1050 mil. Kč a očištěný čistý zisk predikujeme o zhruba 30 % y/y výše na úroveň kolem 300 mil. Kč.**

Jednoznačným tahounem loňských výsledků hospodaření by měl být český trh. Kofole se na tomto náročném, vysoce konkurenčním trhu dařilo zvyšovat objemy prodeje, pozitivní vývoj byl patrný zejména u limonád Kofola a Vinea či džusů Rauch. Do tuzemských tržeb přispěla i předloňská akvizice výrobce salátů Titbit, jejíž roční výnosy očekáváme kolem 100 mil. Kč a která již loni měla celoroční dopad do výsledků společnosti. Odhadujeme tak **nárůst tuzemských tržeb o cca 8 % na 3139 mil. Kč**. Na úrovni provozní ziskovosti pak predikujeme ještě výraznější navýšení, konkrétně předpokládáme **meziroční růst EBITDA z českého trhu alespoň o 35 % na hladinu poblíž 530 mil. Kč**.

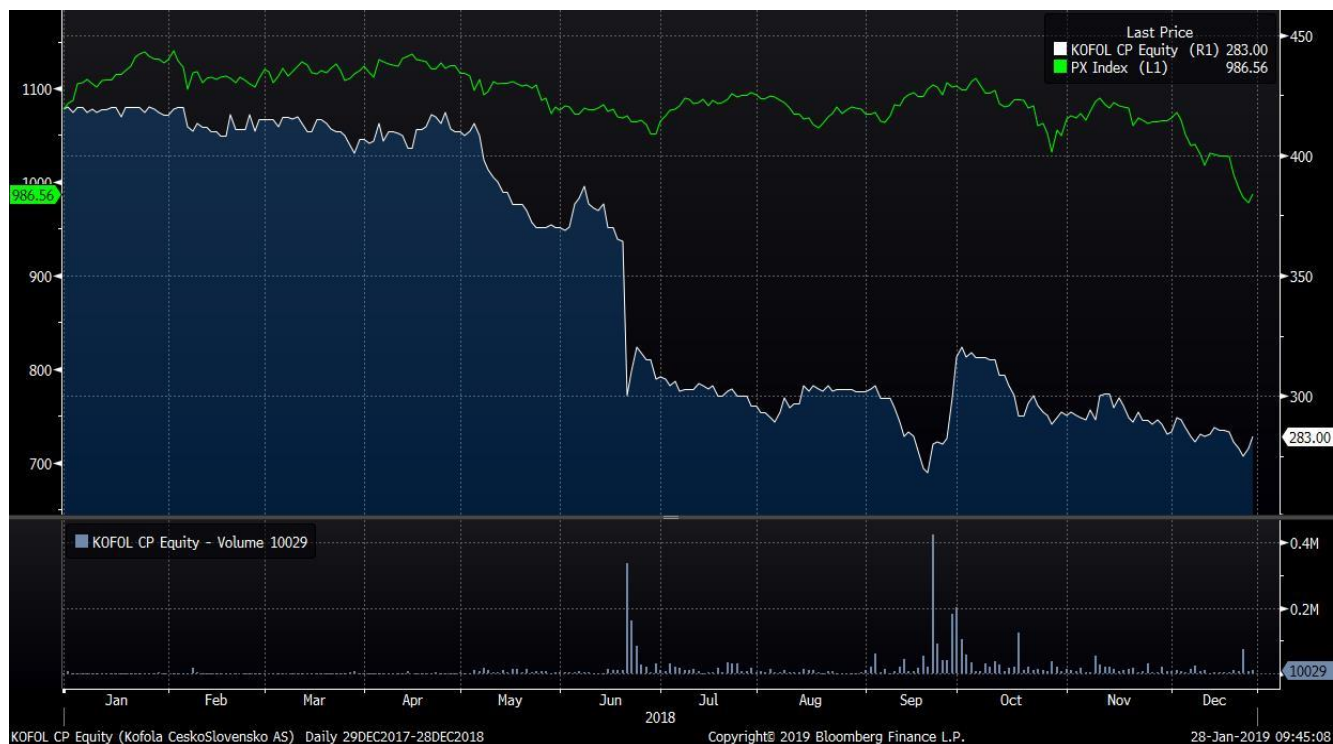
Vedle výše zmíněného pozitivního vývoje na straně výnosů se bude příznivě promítat do loňské ziskovosti i nákladová strana hospodaření. Hlavní impuls bude vycházet především **z výrazně meziročně nižších nákladů na cukr**, když Kofola na rok 2018 uzavřela se svými dodavateli průměrnou cenu cukru **v rozmezí 350 – 370 EUR/t, což znamená oproti toku 2017 zhruba 30% pokles**. Cukr je pro Kofolu zásadní vstupní surovinou tvořící zhruba třetinu materiálových nákladů a cca 14 % celkových provozních nákladů. Od výše zmíněného poklesu nákladů na cukr očekáváme pozitivní dopad do celkové loňské EBITDA převyšující 100 mil. Kč, konkrétně příspěvek kolem 130 – 140 mil. Kč by měl být reálný. Produktový mix společnosti pak napovídá, že

nejvíce by měl profitovat z nižších cen cukru právě tuzemský trh. Impulsem do loňské tuzemské ziskovosti může rovněž být nižší nákladová náročnost na provoz UGO barů a salaterií. Kofola v roce 2018 totiž zastavila proces dalšího navyšování těchto provozoven s cílem stabilizovat a postupně navyšovat rentabilitu tohoto byznysu. Mezi pozitivní vlivy nelze opomenout ani loňské velmi příznivé jarní a letní počasí ve středoevropském regionu podporující zejména profitabilní segment HoReCa (restaurace a hotely) a to nejen v ČR, ale i na Slovensku.

Slovenský trh by měl být dalším segmentem, od něhož očekáváme pozitivní příspěvek do celkových výsledků hospodaření, byť již ne tak výrazný jako v případě tuzemského trhu. Na saturovaném slovenském trhu je Kofola lídrem, prostor pro výraznější růsty je omezenější, za rok 2018 tak odhadujeme meziroční nárůst tržeb, resp. EBITDA o zhruba 2 %, resp. 5 % na 1660 mil. Kč, resp. 367 mil. Kč.

Na ostatních trzích, jako Polsko, Slovinsko a Chorvatsko nepředpokládáme růst ziskovosti za loňský rok. V Polsku se Kofola ani loni nedařilo zastavit pokles provozní ziskovosti, která se tak podle našich odhadů dostane až k nule (pro srovnání, v roce 2017 polská EBITDA činila 22 mil. Kč). Na slovinském trhu, kde je Kofola díky své dceřiné firmě Radenska jedničkou, sice očekáváme za rok 2018 stabilní vývoj tržeb kolem hladiny 735 mil. Kč, nicméně na úrovni EBITDA zisku predikujeme pokles z předloňských 193 mil. Kč na cca 170 mil. Kč. Jednak je třeba brát v potaz vysokou srovnávací základnu, když rok 2017 byl na tamním trhu (jak z hlediska výnosů, ziskovosti, tak EBITDA marže dosahující velmi vysokých 26 %) rekordní, a jednak loňská výkonnost na slovinském trhu byla srážena stoupajícími náklady na energie a dopravu. Navíc nepomohlo ani chladnější letní počasí, výsledkem pak může být výše zmíněný meziroční pokles EBITDA. **Nevýrazná situace loni zůstávala na chorvatském trhu.** Solidní prodeje značek Radenska a Pepsi na tamním trhu sice kompenzovaly slabší výkonnost značek z portfolia Studenac, což by podle našich odhadů nakonec mělo stačit na alespoň mírný meziroční růst tržeb v řádu nižších jednotek procent k úrovni 336 mil. Kč, nicméně vyšší náklady na marketing, na dopravu a energie, konkurenční tlaky ze strany lídra trhu Jamnica i slabší letní počasí zřejmě způsobí, že Kofola na chorvatském trhu za loňský rok vykáže provozní výkonnost na záporné nule.

Dobrá výkonnost na jádrovém česko-slovenském trhu by však měla více než kompenzovat slabší Polsko a Adriatický region, což indikuje výše zmíněný 11% meziroční růst celkového EBITDA zisku.



zdroj: Bloomberg

Výhled na rok 2019

Zlepšující se hospodaření očekáváme i v letošním roce. **Naše první odhady EBITDA zisku jsou posazené k úrovni 1100 mil. Kč, což by značilo zhruba 5% meziroční růst.** Velikost letošních tržeb v našich prvních prognózách odhadujeme poblíž hladiny 7110 mil. Kč (+1 % y/y). Jejich finální výše však bude odvislá od toho, zda Kofola nadále setrvá na problémovém polském trhu. V Polsku společnost aktuálně generuje na tržbách zhruba 1000 mil. Kč ročně (resp. za rok 2018 očekáváme tuto hodnotu). O (ne)setrvání na tomto trhu doposud management Kofoly nerozhodl.

Podle našeho názoru je Kofola na odchodu z Polska. Naznačují to jednak loňská vyjádření managementu, jednak jednotlivé kroky (v podobě uskutečněné optimalizace struktury vlastního kapitálu, v rámci níž došlo ke snížení základního kapitálu a zároveň k posílení kapitálových fondů, což indikuje možné zaúčtování výraznější opravné položky na polská aktiva a přípravu na exit) a v neposlední řadě rovněž nezlepšující se provozní ziskovost na tamním trhu, když dříve nastolená restrukturalizační a stabilizační opatření prozatím nefungovala. EBITDA tak v podstatě nadále zůstává v blízkosti nuly, po přičtení odpisů a finančních položek se pak konečný výsledek hospodaření z polského trhu může na roční bázi dle našich odhadů propadat až k očištěné čisté ztrátě kolem 100 mil. Kč.

Polský byznys je tak pro Kofolu zátěží a pokud společnost nepřekvapí nějakou větší akvizicí, která by dokázala výrazněji zvrátit tamní hospodaření, tak bude podle našeho názoru nejefektivnějším řešením Polsko opustit. Exit by sice znamenal výpadek tržeb v objemu cca 1000 mil. Kč, do celkové EBITDA to však bude mít neutrální dopad a pro celkový očištěný čistý zisk, s ohledem na výše zmíněnou aktuální ztrátovost polského byznysu, to bude naopak znamenat výraznější impuls. **Rozhodnutí o Polsku očekáváme v průběhu letošního roku.** Předpokládáme, že minimálně v 1Q 2019 bude ještě Kofola v Polsku v nějakém úspornějším režimu (tzn. bez výrazných investic do propagace apod.) fungovat.

Jak uvádíme výše, společnost se zřejmě chystá přecenit hodnotu polských aktiv, což indikuje zaúčtování významnější opravné položky (jenž by se dle našich odhadů mohla pohybovat i v řádu vyšších stovek milionů korun) s negativním dopadem do loňského nebo letošního čistého zisku. Kofola upravuje svoji čistou ziskovost o tvorbu opravných položek (což je necashový náklad), **naše první indikace letošního očištěného čistého zisku se pohybuje kolem úrovně 365 mil. Kč, což by znamenalo cca 20% meziroční nárůst.**

Hlavním impulsem do letošního vývoje hospodaření by mělo být pokračující snižování nákladů na cukr. Ceny této komodity na světových trzích klesaly i v průběhu roku 2018, což Kofole umožnilo loni na podzim uzavřít se svými dodavateli meziročně nižší kontrakty na rok 2019. Management společnosti pak v konferenčním hovoru naznačil, že **nasmlouvané ceny se pohybují v rozmezí 240 – 270 EUR/t, což by znamenalo další výrazný cca 30% meziroční pokles.** Pozitivní dopad do EBITDA by se tak i letos mohl podle našeho názoru pohybovat **v rozmezí 130 – 140 mil. Kč,** přičemž největší vliv by to mělo mít na profitabilitu v ČR a posléze i na Slovensku, což je dáno zejména velkou vahou prémiové limonády Kofola na objemech prodejů.

Růstový potenciál shledáváme i ze strany Adriatického regionu, **zejména chorvatský trh podle našeho názoru nabízí výraznější zlepšení hospodaření.** Chorvatský byznys doposud 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, předchozí vyšší marketingové náklady na podporu prodejů zejména 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 chorvatský segment HoReCa, když Kofola má v tomto směru dost zkušeností a může se inspirovat úspěšným byznys modelem z česko-slovenského trhu. V Chorvatsku má Kofola těžší pozici než např. ve Slovinsku. Konkrétně, je trojkou trhu, konkurenční prostředí je náročné, rovněž specifická geografická členitost země znamená vyšší náklady na distribuci, to vše jsou faktory značící, že EBITDA marže z chorvatského trhu bude těžko v dohledné době dosahovat hladiny kolem 25 % jako je tomu ve Slovinsku. Kofola cíluje tamní marži do rozmezí 10 – 15 %, podle našich odhadů by tak společnost mohla **v letošním roce v Chorvatsku realizovat EBITDA zisk v rozmezí 30 – 40 mil. Kč při tržbách alespoň kolem úrovně 350 mil. Kč** (navýšení z námi očekávaných 336 mil. Kč za rok 2018).

Stále silné výsledky letos očekáváme ve Slovinsku, mohly by být dokonce o něco příznivější než za rok 2018. Loňské prodeje, resp. ziskovost byly tlumeny, vedle nejméně příznivějšího letního počasí v Adriatickém regionu za posledních dvacet let, rovněž vyjednáváním o nových podmínkách s významným slovinským maloobchodníkem Mercator. **Tržby ze Slovinska by tak letos mohly výrazněji překonat hranici 700 mil. Kč (k 750 mil. Kč) a EBITDA by měla mít potenciál se přibližovat hranici 200 mil. Kč.** Kofola má ve Slovinsku od svého vstupu v roce 2015 silnou pozici a je jedničkou trhu. Tehdejší akvizici slovinské Radensky lze hodnotit jako vydařenou transakci, jenž byla realizována za rozumný 7,2x násobek EV/EBITDA. Kofola se na tamním trhu, i díky svým zkušenostem z ČR a Slovenska, rychle etablovala a postupně dále upevňovala pozici, což se promítalo do rostoucího hospodaření. Letos předpokládáme potvrzení pozic na slovinském trhu s tím, že výše zmíněné aspekty by navíc měly přinést alespoň mírné meziroční zlepšení se silnou EBITDA marží poblíž 25 %.

Mezi hlavní negativní faktory letošního roku budou zřejmě patřit pokračující tlaky na růst mzdových nákladů, a to zejména v ČR. Již loni Kofola čelila, kvůli velmi nízké tuzemské nezaměstnanosti a z toho plynoucího nedostatku pracovních sil, **nárůstu mzdových nákladů o cca 60 – 70 mil. Kč.** Management naznačil, že zhruba **stejně navýšení lze očekávat i pro rok 2019.** Mezi rizika na straně nákladů mohou letos patřit i možné tlaky na růst cen materiálů používající se na výrobu PET lahví (tzv. PET granulát), když se může projevit pokles výrobních kapacit. **Očekáváme však, že výše zmíněné pozitivní vlivy v letošním roce převáží nad negativními faktory a Kofola zaznamená rostoucí ziskovost.**

Investory bude dále zajímat velikost letošní dividendy. **Náš odhad je posazen do rozmezí 13,5 – 14 Kč na akcii** a koresponduje tak s indikací managementu naznačující držet stávající rámec dividendové politiky s cílem vyplatit akcionářům cca 300 mil. Kč. Loňskou dividendu ve výši 16,2 Kč na akcii vnímáme jako mimořádnou a konzervativně letos nepředpokládáme její zopakování, byť by si to Kofola, s ohledem na námi predikovaný letošní vývoj cash flow, resp. volného cash flow a rovněž v kontextu výše zmíněné optimalizace struktury vlastního kapitálu de facto vytvářející fondy pro budoucí výplatu dividend, zřejmě dovolit mohla. I tak námi předpokládaná letošní dividendy v intervalu 13,5 – 14 Kč na akcii značí **solidní téměř 5% dividendový výnos.** Oznámení návrhu letošní dividendy ze strany představenstva Kofoly očekáváme nejpozději v dubnu, je však možné, že management ji reálně nastíní již 25. března, tedy při oznámení výsledků hospodaření za 4Q 2018. Podle zvyklostí z loňského roku by pak rozhodný den měl připadat na květen, výplatu pak očekáváme v červnu.

Zajímavým tématem letošního roku může být chystaný prodej výrobce vod Toma ze strany Karlovarských minerálních vod (KMV). KMV loni koupily českou a slovenskou pobočku společnosti PepsiCo, pod kterou doposud značka Toma patřila. Tuzemský antimonopolní úřad posléze firmě KMV nařídil, aby Tomu, z důvodu ochrany hospodářské soutěže, prodala. Prodej značky Toma může být pro Kofolu podle našeho názoru zajímavou příležitostí. Management Kofoly situaci monitoruje a nevyločil případný zájem o tato aktiva. Kofola by případnou akvizicí značky Toma výrazněji posílila své postavení v tuzemském segmentu vod, kde v současnosti se svojí značkou Rajec (se kterou dominuje na Slovensku) nezaujímá významnější tržní podíl.

Na akcie Kofoly stále nahlížíme jako na atraktivní titul nabízející zajímavý růstový potenciál. **Akcii na současných cenových úrovních 290 Kč vnímáme jako podhodnocenou, a to jak vůči sektoru, tak naší cílové ceně 459 Kč.** Konkurenční společnosti se aktuálně obchodují minimálně na úrovni 11x násobku letošní očekávané EV/EBITDA, zatímco Kofola je obchodována na cca 8,3x násobku. Tento diskont vůči sektoru pak oceňuje akcii Kofoly k úrovním 420 – 440 Kč. Diskont je patrný i na základě srovnání pomocí ukazatele P/E. Zatímco sektor je v průměru obchodovaný poblíž 21x P/E 2019, tak akcie Kofoly se pohybují na úrovni 17,5x. Bez problémového Polska, jenž zatěžuje čistou ziskovost a ze kterého je Kofola zřejmě na odchodu, se pak P/E dostává k ještě zajímavějším úrovním 14 – 15x násobku. Toto srovnání pak indikuje cenu akcie Kofoly poblíž 340 – 350 Kč, resp. úrovně přesahující 400 Kč při vyloučení polského segmentu. **Náš názor na akcie Kofoly neměníme a ponecháváme nákupní doporučení.**