

THAILAND BEVERAGE

04.06.2021

www.rozumnyinvestor.cz

Odvětví	Nápoje (zejména lihoviny a pivo)
Regiony	Thajsko, Vietnam, další země ASEANu
Pozice na trhu	Leader v Thajsku a Vietnamu
Počet zaměstnanců	Přes 50.000
Konkurence	Boon Rawd Brewery
Konkurenční výhoda	Střední/Vysoká (vysoký tržní podíl); značky, distribuční síť
Ticker - kde koupit	Y92 (Singapur SGX – SGD)
ISIN	TH0902010014

Prezentace slouží výhradně k výukovým účelům a ne jako investiční doporučení.

Pouze pro členy Portálu.

Zdroj čísel a grafiky:

<http://www.thaibev.com/ir.html>



Thailand Beverage v kostce

Thailand Beverage (ThaiBev – TB) je jeden z největších producentů alkoholických nápojů v Jihovýchodní Asii (a Asii celkově). TB sídlí v Thajsku a nejvýznamnějšími trhy jsou Thajsko (90% podíl na trhu lihovin, 40% podíl na trhu piva) a Vietnam (43% podíl na trhu piva). TB také produkuje nealko nápoje a jídlo.

Společnost TB vznikla v roce 2003 za účelem konsolidovat několik menších thajských producentů. Od roku 2006 se její akcie obchodují na burze v Singapuru (SGX).

Aktuálně přes 80 % celkového zisku společnosti generuje segment lihovin v Thajsku, který bude patrně díky dominantní pozici společnosti a ztíženým podmínkám pro vstup na tento regulovaný trh generovat významnou volnou hotovost i v budoucnosti.

Při ceně akcie 0,7 SGD je má očekávaná dlouhodobá návratnost přibližně 10 %. Společnost vyplácí necelou polovinu čistého zisku na dividendách.

Příležitostmi je růst výdajů na alkohol v Thajsku, expanze v Jihovýchodní Asii a chystané IPO pivní divize.

Fiskální rok (FY) začíná v říjnu a končí v září. Společnost publikuje půlroční a roční reporty, uskutečňuje také konferenční hovory.



Trh piva v Thajsku

Trh piva v Thajsku je prakticky o duopol, kde 51 % trhu zaujímá Boon Rawd Brewery a 42 % trhu ThaiBev (TB). Boon Rawd Brewery a ThaiBev tak [ovládají](#) 93 % trhu piva (report z roku 2018). Podle posledního konferenčního hovoru zde má TB podíl cca 40 %.

Lokální piva jsou levnější např. oproti těm evropským (Belgie: Hoegaarden, Stella Artois) v důsledku importní daně.

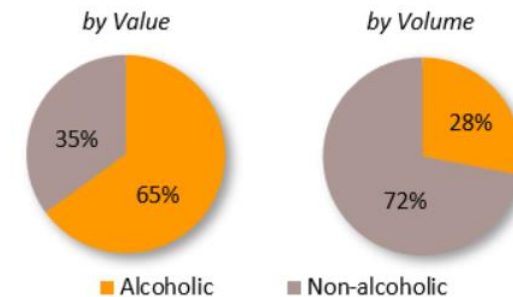
Trh lihovin v Thajsku

ThaiBev [zaujímá](#) více než 80% tržní podíl na trhu lihovin (podle novějšího [reportu Maybank](#) je jeho tržní podíl dokonce 90 %). Příklad dalších hráčů na trh znesnadňují vládní regulace (např. omezení reklamy). ThaiBev vlastní 18 továren, ve kterých produkuje alkoholické nápoje a pro doplnění své nabídky další značky importuje.

Trh nealko nápojů v Thajsku

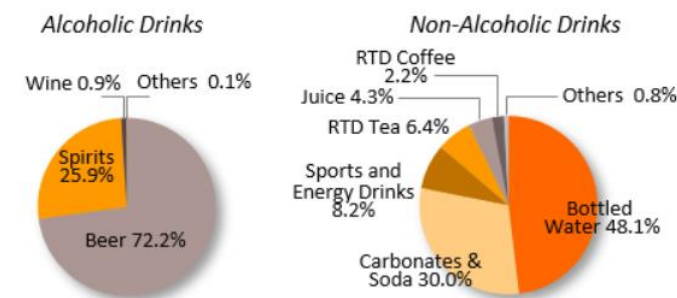
ThaiBev [nemá významné postavení](#) v žádném ze tří segmentů trhu nealko nápojů (balená voda, sycené nápoje, energy drinky). V balené vodě je leaderem Singha Corporation, Serm Suk, Nestlé Thai a Coca Cola Thailand. Syceným nápojům dominují Coca Cola Thailand, Pepsi Cola Thailand, Serm Suk. Leaderi energy drinků jsou Osotspa, TC Pharmaceuticals, Carabao Group (ThaiBev zde má pouze 1,3% podíl).

Figure 3: Thailand's Beverage Consumption (2017)



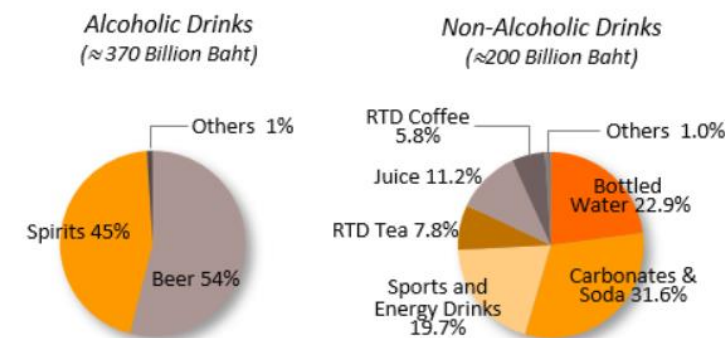
Source: Euromonitor, National Food Institute (NFI)

Figure 4: Market Share of Thai Beverage by Volume (2017)



Source: NFI, Euromonitor, Local Press

Figure 5: Market Share of Thai Beverage by Value (2017)



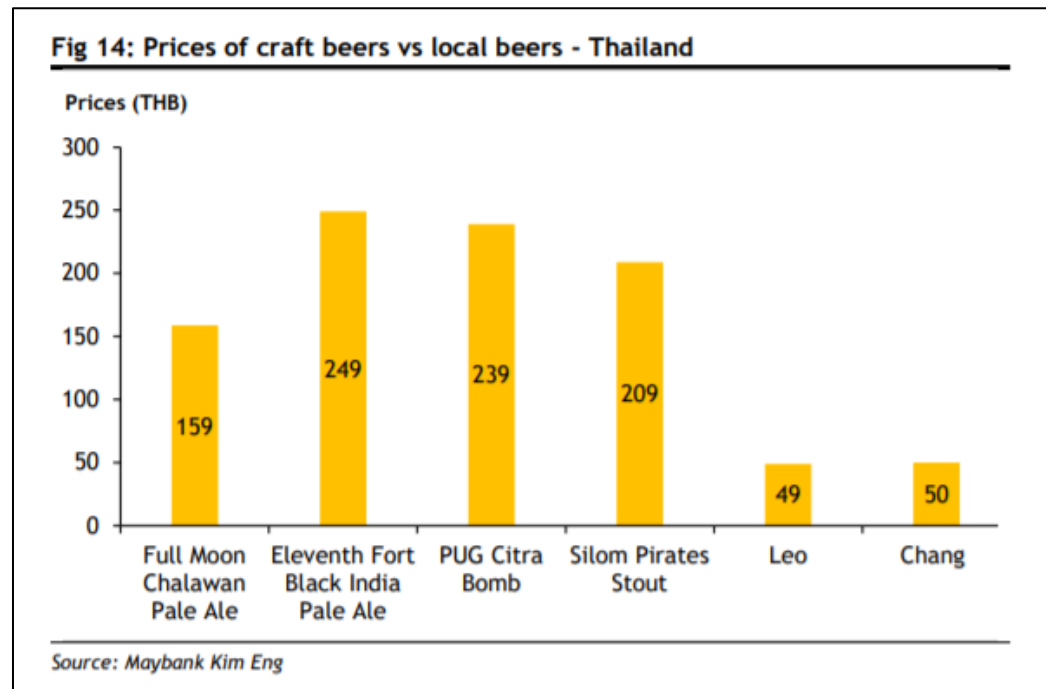
Source: NFI, Positioning, Local Press

Pivo v Thajsku: Lokální značky jsou levnější a ty pro střední/nížší třídu dominují trhu

TB má svou značku Chang. Největší konkurent Boon Rawd Brewery má značku Leo.

Beer	Size (ml)	Price (Baht)	Source
Allemand Pilsner	330	99.00	Imported
Asahi Super Dry Japan	620	69.00	Local
Beer Asahi Can	490	59.00	Local
Beer U	620	55.00	Local
Budweiser Can	500	62.00	Imported
Budweiser Can	330	43.00	Imported
Chang Beer	620	57.00	Local
Chang Beer Can	320	37.00	Local
Chang Classic	1500	345.00	Local
Cheers Siam Weizen Can	490	54.00	Local
Corona Extra Beer	355	99.00	Imported
Duvel	330	165	Imported
Erdinger Wheat Beer Dunkel	500	176.00	Imported
Heineken 0.0 Bottle	330	39.00	Local
Heineken Big	630	72.00	Local
Heineken Can	320	43.00	Local
Heineken Small	325	43.00	Local
Hoegaarden	650	219.00	Imported
Hoegaarden Can	330	69.00	Imported
Hoegaarden Rosee	250	125.00	Imported
Hoegaarden Rosee	750	289.00	Imported
Hoegaarden Rosee Can	330	125.00	Imported
Lao Beer Gold	330	86.00	Imported
Lao Beer Lager	330	59.00	Imported
Leffe Brown	330	139.00	Imported
Leo Beer Bot	630	55.00	Local
Leo Beer Can	330	35.00	Local

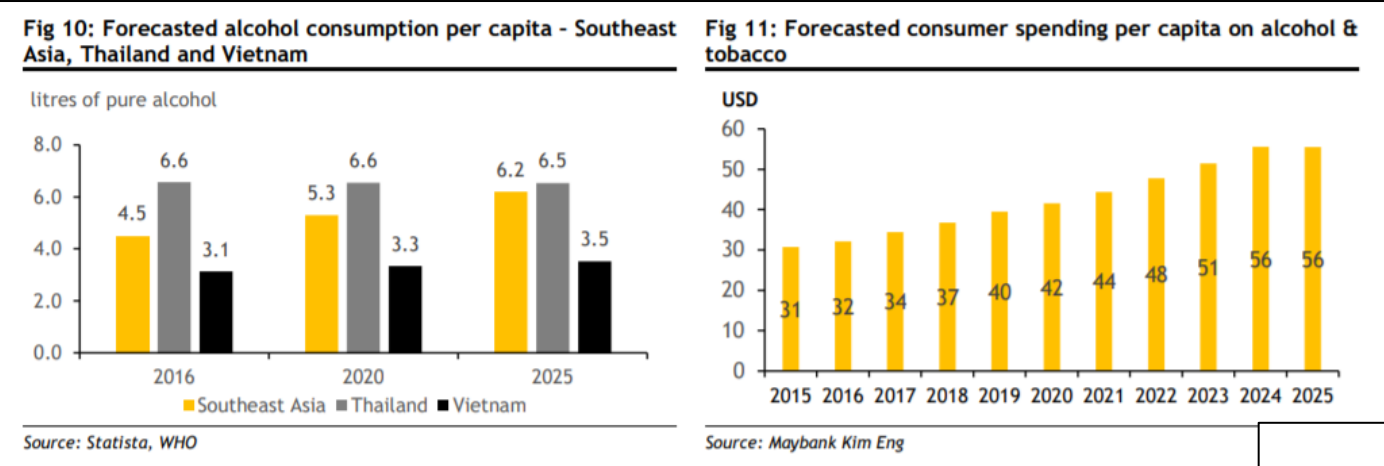
Zdroj: [Flanders Investment, 2020](#).



Zdroj: [Maybank, 2021](#).

Očekávaný vývoj trhu s alkoholickými nápoji v Thajsku

Podle [studie](#) z roku 2019 by měl trh s lihovinami v Thajsku růst ročně o 4,6 %. Konkurenční výhoda TB v Thajsku spočívá nejen v objemu produkce (úspory z rozsahu), ale i distribuční síti, kdy díky tisícům nákladáků jsou schopni obsluhovat vzdálené vesnické oblasti. Jejich produkty jsou tak dostupné všude, což limituje konkurenci ze strany nově přicházejících hráčů, kterým taková distribuční síť chybí. TB se chlubí více než 90% penetrací thajské distribuční sítě.



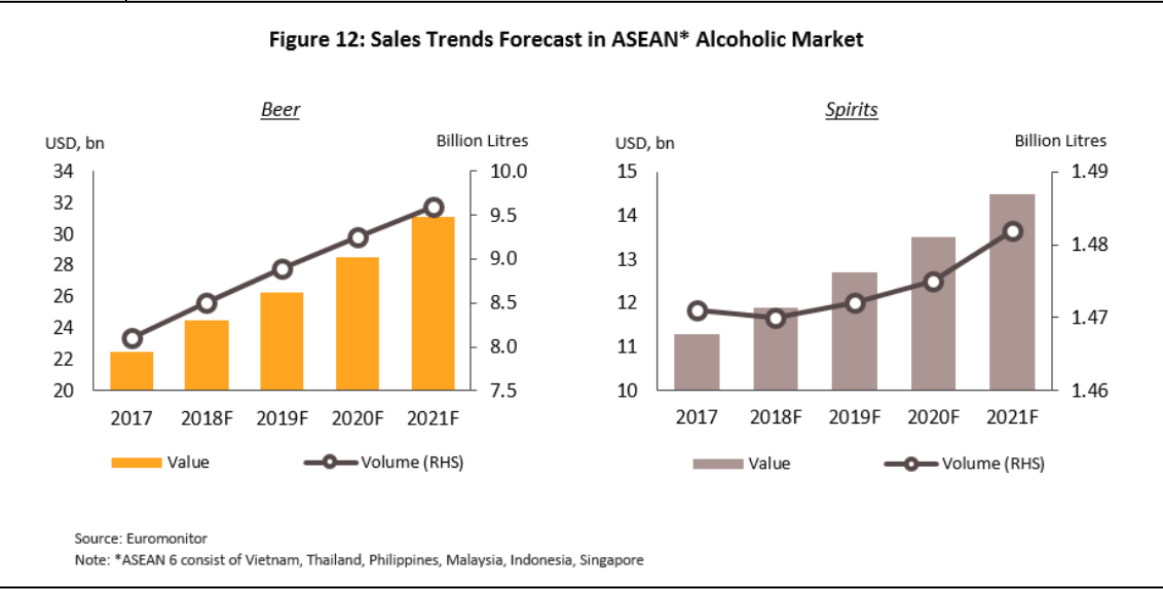
Podle odhadů uvedených vlevo by spotřeba alkoholu v Thajsku na jednu osobu měla být přibližně konstantní během následujících 5 let. Růst by měla spotřeba v Jihovýchodní Asii a také od určité omezené míry ve Vietnamu. Graf níže tuto myšlenku růstu spotřeby alkoholu v prostoru ASEAN ilustruje.

Zdroj: [Maybank, 2021](#).

Podle [predikcí](#) je počet obyvatel ve Vietnamu prakticky na svém vrcholu, tedy neočekávám růst prodeje v důsledku růstu populace. Po roce 2030 by měl být tento trend spíše negativní.

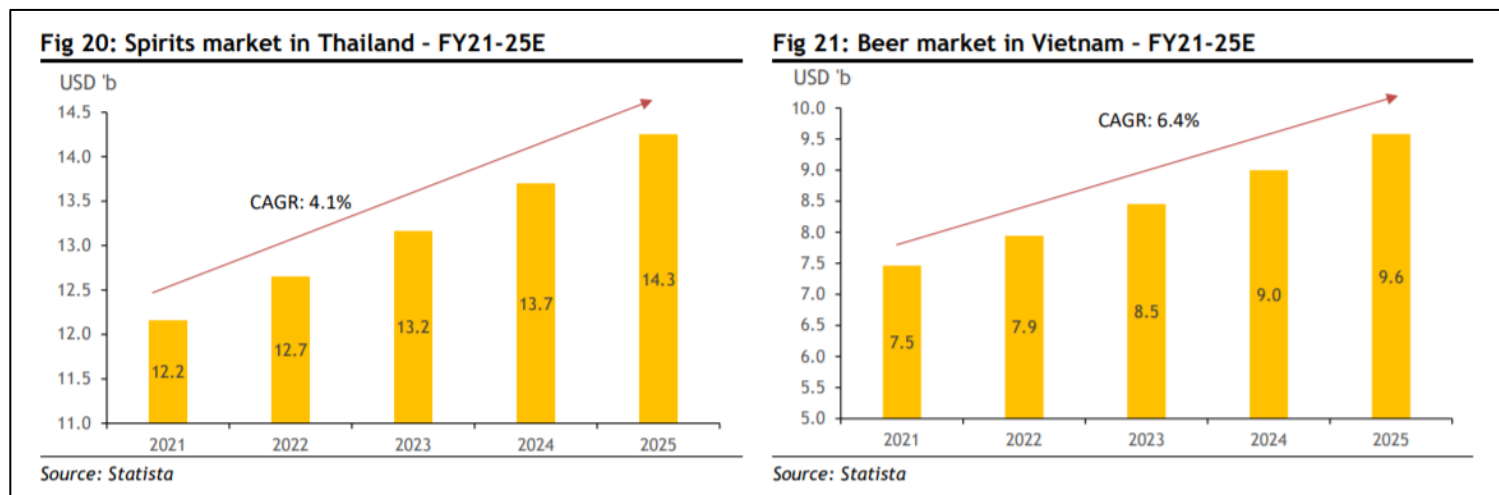
Případný růst trhu s alkoholem v Thajsku tak bude patrně souviset s rostoucí cenou produkce.

Zdroj: [krungsri, 2019](#).



Následující predikce růstu ze Statisty předvídá 4% roční růst tržeb trhu lihovin v Thajsku a 6% růst tržeb na trhu piva ve Vietnamu (denominováno v USD). Tedy snad můžu předvídat 4% dlouhodobý růst tržeb pro TB.

Maybank predikuje růst tržeb o 4,5 % (lihoviny) a 7,3 % (pivo) ročně mezi roky 2020 a 2023, ovšem budu radši konzervativní. Málokdo chce skončit s vlastnictvím thajské společnosti, která nenaplnila očekávání ohledně růstu tržeb.



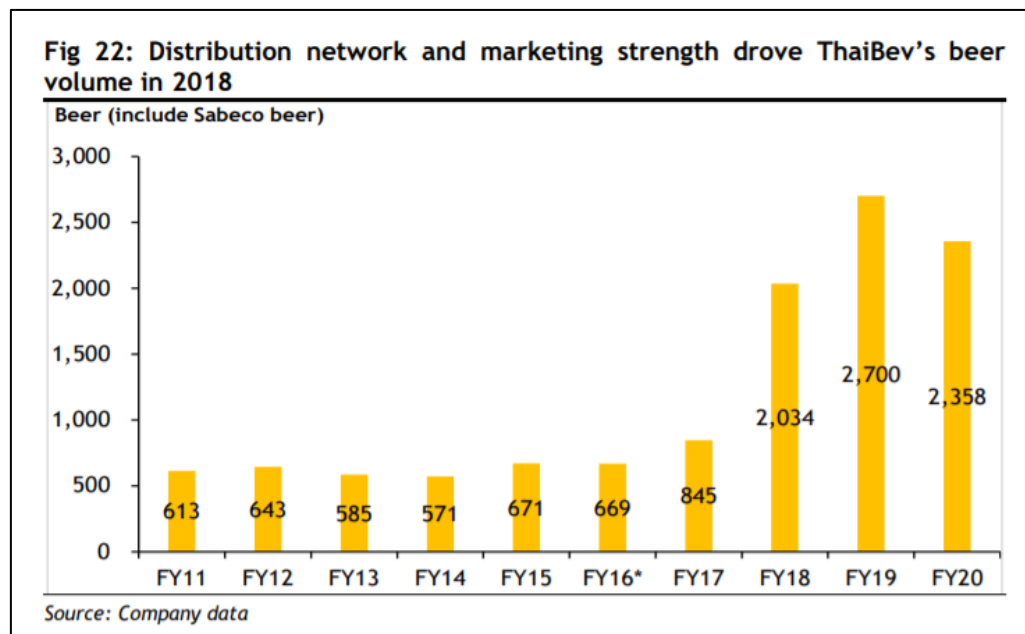
Zdroj: [Maybank, 2021](#).

Ještě jsem zahlédl, že Fitch Solutions predikoval 7% růst tržeb alkoholu ve Vietnamu mezi roky 2020-2024.

Akvizice Sabeca

TB v prosinci 2017 nakoupili Sabeco (Saigon Alcohol Beer & Beverages Corp) – největšího vietnamského producenta piva, kde získali 54% vlastnický podíl. Sabeco operuje 26 pivovarů. Kvůli této akvizici se zadlužili a nyní se snaží zadlužení snížit. Díky této akvizici se od roku 2018 skokově zvýšily prodané objemy (viz níže) i tržby.

Od roku 2020 byl ve Vietnamu zaveden zákon zakazující řídit automobil, motocykl, ba i kolo, s jakoukoliv hladinou alkoholu v krvi, což má negativní dopad na konzumaci piva. Někteří si myslí, že tento dopad je krátkodobý (toto potvrdil management: lidé si časem zvyknou a vláda přestane být tak striktní, jako na začátku – takto se to odehrálo v Thajsku).



Zdroj: [Maybank, 2021](#).

Plánované IPO pivní divize

TB ještě na začátku roku 2021 plánovala uskutečnit IPO své pivní divize (Sabeco + pivní operace v Thajsku) s tím, že by nabídla 20 % společnosti. Management si od IPO [sliboval](#) získat 2 mld. USD, což by ocenilo celý pivní byznys na 10 mld. USD (1 USD = 1,32 SGD). Původní zveřejnění této myšlenky IPO je z listopadu 2019.

Aktuálně je IPO [odložené](#) vzhledem k situace ohledně pandemie. Maybank dříve uvedla, že 10 mld. USD za celou divizi může být příliš. Realističtější či konzervativnější odhad je kolem 7 mld. USD. Jde o to, jak dobře společnost prodá příběh o růstu týkající se rostoucí spotřeby piva v Jihovýchodní Asii.



Fig 30: SOTP valuation

	Stake (%)	Valuation method	FY21E (THB 'm)	Valuation (LC 'm)	Valuation (SGD m)	Per share (SGD)
Spirits business	100%	17x EV/EBITDA, in line with global peers	29,277	497,714.6	22120.7	0.88
Non-alcoholic beverage	100%	17x EV/EBITDA, in line with global peers	2,392	40,658.5	1767.8	0.07
Food	100%	10x EV/EBITDA, below with local peers	922	9,220.4	409.8	0.02
BeerCo	100%	Assumes USD10b		10,000.0	13500.0	0.54
Associates						
Frasers and Neave Limited	28.5%	Market cap		580.9	580.9	0.02
Frasers Property Limited	28.4%	Market cap		992.6	992.6	0.04
Less: Net debt				-182,557.26	-8114.5	-0.32
Total share price						1.24

Source: Company data; Maybank Kim Eng

Zdroj: [Maybank, 2021](#).

Mezinárodní podnikání

TB má dceřinou společnost International Beverage Holdings Limited (InterBev), která zajišťuje distribuci produkce ve více než 90 zemích.

V roce 2017 TB koupila 75% podíl v největším producentovi whisky v Myanmaru (Grand Royal Group). TB tak v Myanmaru vlastní dva lihovary a k tomu ještě jeden pivovar.

TB také vlastní pět lihovarů ve Skotsku a jeden v Číně.

Vývoj ceny akcie



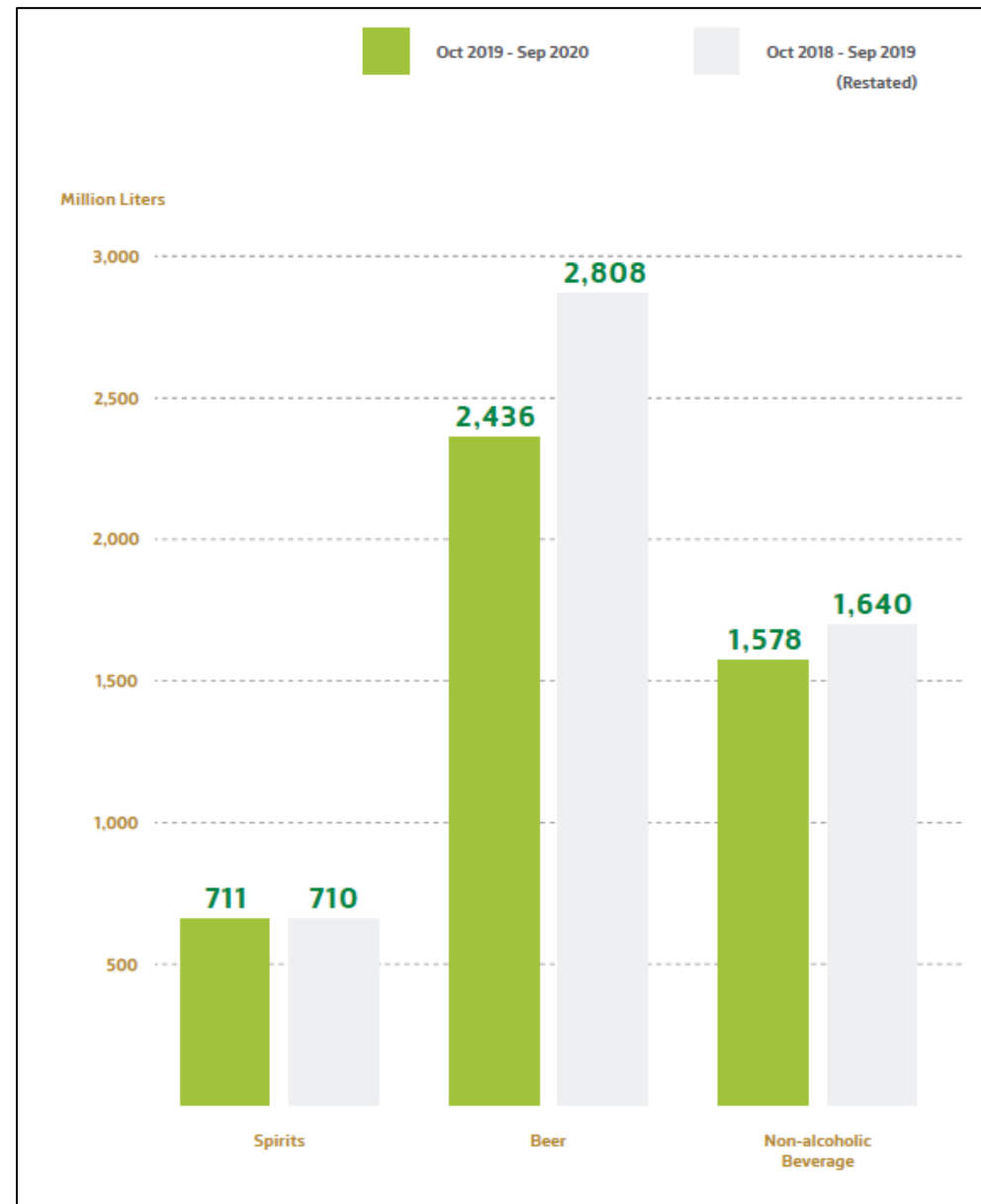
Vliv pandemie (Thajsko)

Mezi březnem a květnem 2020 došlo k uzavření zbytných provozů jako restaurace, bary a noční kluby, což mělo negativní dopad na konzumaci alkoholu. Během dubna 2020 dokonce panoval úplný zákaz prodeje alkoholu, v květnu došlo ke zmírnění tohoto zákazu.

Spotřeba alkoholu se částečně přesunula z veřejných míst (restaurace, kluby...) do domácností, což ve spojení s tím, že velká část tržeb TB je realizována pro spotřebu v domácnosti (cca 80 % prodeje lihovin), přispělo k solidním výsledkům TB za poslední rok a půl.

Byznys s lihovinami byl nejdolnější. Při druhé vlně na začátku roku 2021 tržby (množství) poklesly za celý půlrok (říjen-březen) pouze o 0,6 % (1,2 %). Zisk dokonce vzrostl o 3,6 % díky růstu hrubé marže a poklesu výdajů na propagaci.

Objem prodeje TB (významný pokles prodeje piva)



Finance

Rozvaha

Asi nejdůležitější položkou rozvahy z pohledu zájmu investora je v tomto případě zadlužení. Čistý dluh činí 184 mld. BHT, přičemž roční EBITDA je zhruba 52 mld. BHT, tedy poměr zadlužení činí $184 / 52 = 3,5x$ EBITDA.

Roční placené úroky jsou cca 7 mld. BHT, což dává průměrnou úrokovou míru 3,2 %. Na posledním konferenčním hovoru jsem zaslechl číslo 2,5 % - je možné, že za posledního půl roku něco refinancovali s nižšími úroky. Budu pro jistotu brát oněch 7 mld. BHT jako roční úroky.

Podnik je celkem zadlužený, nicméně to by neměl být problém vzhledem ke stabilním příjmům. Plánované IPO pivní divize by mělo pomoci splatit část dluhu. Pokud BT utrží 2 mld. USD, získá 62,5 mld. BHT hotovosti, a tedy zadlužení by mohlo klesnout někde ke 2,3x EBITDA.

Statement of Financial Position	30-Sep-20	31-Mar-21	Change
<i>(Million Baht)</i>			
Assets			
Current assets	86,315	88,078	1,763
Non-current assets	347,205	358,208	11,003
Total assets	433,520	446,286	12,766
Liabilities			
Current liabilities	90,752	102,221	11,469
Non-current liabilities	163,363	160,706	(2,657)
Total liabilities	254,115	262,927	8,812
Shareholders' Equity			
Total equity	179,405	183,359	3,954

Interest Bearing Debt	30-Sep-20	31-Mar-21	Change
From Banks and Debentures			
<i>(Million Baht)</i>			
Current			
Bank overdrafts	559	717	158
Short-term loans from financial institutions	16,386	26,105	9,719
Current portion of long-term loans	2,266	4,520	2,254
Current portion of debentures	45,239	43,883	(1,356)
	64,450	75,225	10,775
Non-current			
Debentures	124,981	81,107	(43,874)
Long-term loans from financial institutions	27,228	63,756	36,528
	152,209	144,863	(7,346)
Total	216,659	220,088	3,429
Cash and cash equivalents	34,695	36,127	1,432
Net Interest Bearing Debt	181,964	183,961	1,997

The periods to maturity of interest-bearing debts from banks and debentures:

	<i>(Million Baht)</i>
Within one year (March 2022)	75,225
After one year but within two years (March 2023)	54,511
After two years	90,352
Total	220,088

Výsledovka

Vpravo jsou nejnovější výsledky za H1 2021. Porovnáním s [výsledky za H2 2020](#) usuzuji, že jde o necyklický byznys, tedy roční výsledky by víceméně měly odpovídat dvojnásobku těch půlročních.

Hrubá marže vypadá stabilně okolo 30 % (tedy jednotkové náklady činí 70 % tržeb). EBITDA marže je mezi 18 a 20 %. Provozní marže se pohybuje mezi 12 a 14 %, tedy dejme tomu 13 %, což indikuje, že nápojový byznys je solidním generátorem cash flow. Také proto jsou obvykle tyto společnosti relativně drahé.

Kapitálové výdaje se pohybují mezi 5 a 6 mld. BHT v normálním roce, přičemž za poslední rok byly přibližně poloviční, což patrně souvisí se spořením v důsledku pandemie. Kapitálové výdaje víceméně odpovídají odpisům, tedy vypadá to, že je prakticky jedno, zda počítám čistý zisk či volné cash flow (odpisy jsou lehce vyšší). Odpisy jsou již součástí provozního výsledku.

Finanční výsledek hospodaření ukazuje cca 5 mld. BHT příjmů (úroky z vkladů a podíly z různých dceřiných společností) a 7 mld. placených úroků.

Korporátní daň v Thajsku činí 20 %. Roční daň byla cca 6 mld. BHT.

Čistý zisk náležící společnosti je cca 27 mld. BHT za posledních 12 měsíců. Volné cash flow může být o 1-2 mld. BHT vyšší vzhledem k odpisům lehce převyšujícím kapitálové výdaje. Tedy budu počítat s tím, že aktuální upravený čistý zisk je 28 mld. BHT.

	1H20 Oct19 - Mar20	1H21 Oct20 - Mar21	Change
Sales Revenue	137,092	131,252	-4.3%
COGS	96,832	(92,004)	
<i>% of Sales Revenue</i>	<i>70.6%</i>	<i>70.1%</i>	
Distribution costs	(13,531)	(11,759)	
Administrative expenses	(8,400)	(7,516)	
<i>% of Sales Revenue</i>	<i>16.0%</i>	<i>14.7%</i>	
EBITDA <i>(exclude associated companies, non-recurring expenses)</i>	23,446	25,368	8.2%
Net Profit <i>(exclude associated companies, non-recurring expenses)</i>	14,202	15,309	7.8%
Non-recurring costs related to beer business restructuring	(45)	-	
Non-recurring deferred tax utilization from beer business restructuring	(1,084)	-	
EBITDA <i>(exclude associated companies)</i>	23,401	25,368	8.4%
Net Profit <i>(exclude associated companies)</i>	13,073	15,309	17.1%
Associated companies EBITDA <i>(from normal operation)</i>	1,850	898	
Associated companies Net Profit <i>(from normal operation)</i>	1,716	767	
EBITDA	25,251	26,266	4.0%
Net Profit	14,789	16,076	8.7%
Attributable Profit to:			
Owners of the Company	13,375	14,397	7.6%
Non-controlling interests	1,414	1,679	
Attributable Profit to Owners of the Company <i>(from normal operation)</i>	14,504	14,397	-0.7%
Margin*			
EBITDA <i>(exclude associated companies, non-recurring expenses)</i>	17.1%	19.3%	
Net Profit <i>(exclude associated companies, non-recurring expenses)</i>	10.4%	11.7%	
EBITDA <i>(exclude associated companies)</i>	17.1%	19.3%	
Net Profit <i>(exclude associated companies)</i>	9.5%	11.7%	
EBITDA	18.4%	20.0%	
Net Profit	10.8%	12.2%	
* margins are % of sales revenue			

Attributable Profit (Loss) normal operation	13,630	767	14,397
Attributable Profit (Loss) included costs and deferred tax utilization related to beer business restructuring	13,630	767	14,397
Spirits	12,627	-	12,627
Beer	881	-	881
Non-Alcohol	201	-	201
Food	(79)	-	(79)
Costs and deferred tax utilization related to beer business restructuring	-	-	-
Associated companies	-	767	767

Od 28 mld. BHT ještě musím odečíst část zisku náležící minoritním vlastníkům (BT ne vždy vlastní 100% svých dceřiných společností) ve výši 3,5 mld. BHT. Tedy nakonec mám 24,5 mld. BHT pro akcionáře, a to je číslo, se kterým budu počítat i nadále.

Marže (dodatek)

Hrubá marže vypadá relativně stabilně. Malý vliv na růst hrubé marže za H1 2021 měly nové lahve a balicí materiál v případě lihovin. Také se zlepšila recyklace sklenic u bílých lihovin. Celkově pracují na zlepšení procenta recyklovaných lahví, což zvyšuje hrubou marži.

Management kontinuálně sleduje, zda může zvýšit ceny produkce, aniž by došlo ke snížení prodaného množství. Mé chápání je, že přibližně jednou za 2-3 roky zvyšují ceny určitého výrobku (případ lihovin a piva). Pokud vzroste zdanění alkoholu, TB zvýší ceny tak, aby si zachovali konstantní procentní marži, což vede k růstu zisku v absolutní částce (pokud daň vzroste o 10 BHT, celkový nárůst ceny bude o cca 14 BHT), pokud tedy neklesne prodávané množství. Zajímavé.

Provozních úspor za poslední rok bylo dosaženo díky omezení výdajů na velké akce zaměřené na budování značky a alokace tohoto kapitálu na distribuci produkce (bezprostřední růst tržeb).

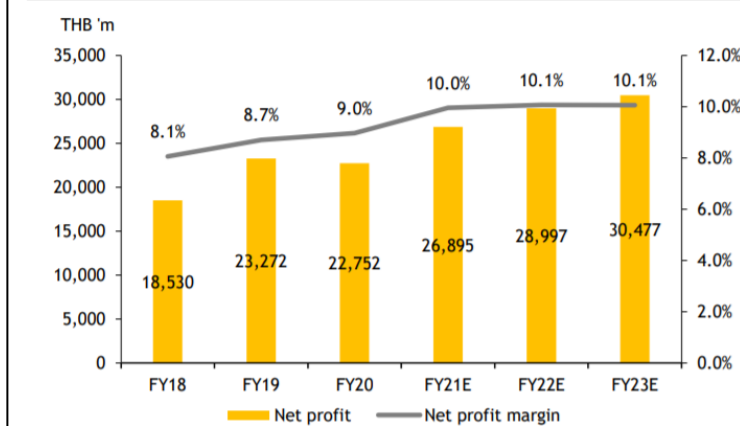
Vpravo na grafu můžeme vidět, že Maybank odhaduje dlouhodobou budoucí čistou marží 10 %, a to je někde na úrovni výsledku za posledních 12 měsíců.

The main driver to net margin expansion has been aggressive cost cuts. Total administrative and distribution cost shrank 26% YoY% to THB3.7b, driven by improved cost management for transportation and lower bonus awards in Vietnam.

Going into FY21E, we expect ThaiBev to keep its admin and selling expenses stable at 13% of total sales given its ongoing cost management programme.

The cyclical upturn post recovery is expected to provide further uplift to the current high brewery utilisation rate (~80% in FY20). On the back of an anticipated 7% growth in FY21E revenue, core PATMI is forecasted to jump 18% to THB26.9m due to operating leverage.

Fig 23: Forecasted net profit and net profit margin



Source: Company data; Maybank Kim Eng

Zdroj: [Maybank, 2021](#).

Návratnost

Pro odhad budoucí návratnosti je třeba odhadnout budoucí růst. Již jsem zmínil, že růst příjmů aspoň do roku 2025 by mohl být okolo 4 % ročně. Dříve citovaný pohled Maybank je pozitivnější, naopak najdeme i pesimističtější analytiku. Např. UOB Kay Hian [predikuje](#) průměrný roční růst 4,2 % během následujících 3 let. 4% růst se tedy jeví konzervativně realisticky a předpokládám, že čistá marže zůstane konstantní.

Nyní je to jednoduché. Celkový počet akcií je 25.119 mil. (v čase relativně stabilní), tedy při ceně akcie 0,7 SGD tržní kapitalizace činí $25.119 \cdot 0,7 = 17.583$ mil. SGD = 415,5 mld. BHT.

Aktuální návratnost: $24,5 / 415,5 = 5,9 \%$.

Dlouhodobá očekávaná návratnost (přičítám růst): $5,9 \% + 4 \% = 9,9 \%$.

Přibližně 10 % ročně vypadá jako málo, vzhledem k mým požadavkům, a opravdu je to z mého pohledu málo. BT je leaderem na trhu se stabilními příjmy i maržemi. Vstup nového hráče na trh je strastiplný, vzhledem k vládní regulaci (omezení propagace) a pozici dominantních hráčů (značky, distribuční síť). Tedy byznys jako tento bude dražší než společnost, která si neužívá dlouhodobou konkurenční výhodu.

Nevýhodou BT z pohledu valuace společnosti je vlastnictví operací v restauračním byznysu, což z čisté hry na nápoje činí konglomerát, který se zpravidla obchoduje se slevou (přestože operace v rámci segmentu jídla jsou relativně nevýznamné).

Dalším omezením může být limitovaný budoucí růst, protože prakticky není možné růst rychleji než trh, pokud obsluhujete 90 % trhu. Tedy nějaký rychlejší růst můžeme prakticky vyloučit, pokud nedojde k akvizicím, což vzhledem k vyššímu zadlužení není pravděpodobné.

Abych měl svých 15 % ročně, potřeboval bych, aby cena akcie klesla na 0,38 BHT. Pravděpodobnost, že se to stane, je blízka nule. Během propadu trhu v roce 2020 se akcie obchodovala za 0,56 BHT.

Dividendy

TB vyplácí dividendy. Za rok 2020 TB vyplatila 0,46 BHT = 0,019 SGD. Tedy aktuální dividendová návratnost činí $0,019 / 0,7 = 2,7 \%$.

Roční dividendy vyjde na 11,5 mld. BHT, což vypadá udržitelně (47 % čistého zisku). Před akvizicí Sabeca byly dividendy vyšší. TB aktuálně nevyplácí více patrně v důsledku vyššího zadlužení.

Thajsko by mělo z dividend strhnout 10% daň v případě nerezidentů. Zápočet pro českého rezidenta by měl být ve výši 10%, tedy nakonec tu máme nejvýhodnější možné 15% zdanění dividend celkově (10 % strhne Thajsko a Čech dodání ve svém daňovém přiznání 5 %).

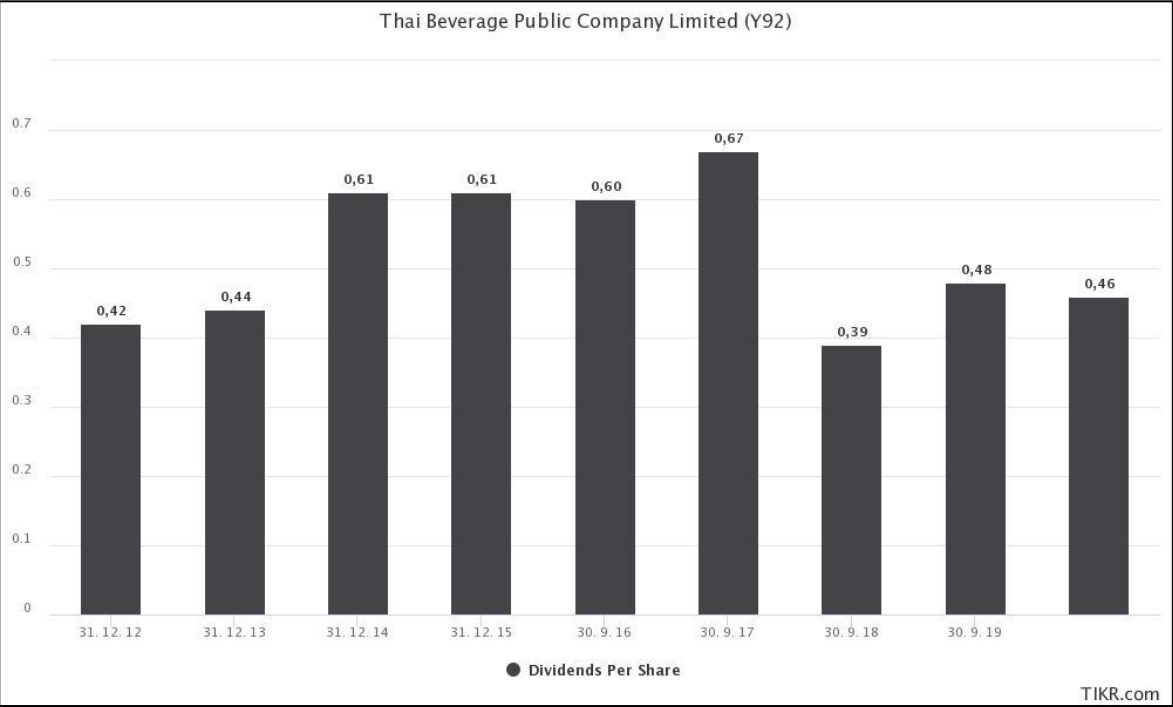
Dividend Payment	Interim'20 (Oct 19- Mar 20)	Interim'21 (Oct 20 - Mar 21)
Net Profit belonging to the Company (Million Baht)	13,375	14,397
Number of Shares (Million Shares)	25,116	25,119
Interim Dividend (Million Baht)	2,512	3,768
Dividend per share (Baht)	0.10	0.15

Článek 10
Dividendy

1. Dividendy vyplácené společností, která je rezidentem v jednom smluvním státě, rezidentu druhého smluvního státu mohou být zdaněny v tomto druhém smluvním státě.

2. Tyto dividendy však mohou být rovněž zdaněny ve smluvním státě, v němž je společnost, která je vyplácí, rezidentem, a to podle právních předpisů tohoto státu, avšak jestliže příjemce je skutečným vlastníkem dividend, daň takto stanovená nepřesáhne 10 % hrubé částky dividend.

Zdroj: [Smlouva o zamezení dvojího zdanění](#).



Rizika

Expanze do horších segmentů. TB má také divizi, která provozuje restaurace (food business), což je podle mě výrazně horší byznys než produkce a distribuce alkoholu. Tato divize je aktuálně výsledkově nezajímavá, historicky byla ztrátová, nyní je lehce v plusu. Alokace kapitálu do tohoto prostředí by mohla vyústit ve zhoršení návratnosti pro akcionáře (zhoršení návratnosti vloženého kapitálu).

Akvizice. S předchozím rizikem souvisí nejistota ohledně profitability budoucích akvizic (tedy co koupí a za kolik), protože nápojové společnosti obvykle rostou skrze nákup menších společností díky tomu, že nemusí budovat své značky na novém trhu od nuly (snaha proniknout na nový trh se svou značkou může být drahá a nakonec neúspěšná, jak se kupř. přesvědčila Kofola).

Majoritní vlastník. 66 % společnosti vlastní Charoen Sirivadhanabhakdi (se svou manželkou) a mohl by se rozhodovat proti zájmům minoritních akcionářů. Nejsem si vědomý toho, že by tak někdy činil.

Část prodejů je realizována v Myanmaru, kde panuje chaos. Pokles tržeb za posledního půl roku o cca 15 %. Situace již není tak špatná, jako dříve.

Zadlužení. Dluh je vyšší, než mám rád. Toto omezuje schopnost podniku expandovat s nízkým rizikem a také větší náchylnosti v případě růstu úrokových měr. Plánované IPO a použití utržené hotovosti ke snížení dluhu by měly tato rizika snížit.

Konkurence na trhu nealko nápojů. Zatímco TB je dominantní na trhu lihovin a má velmi dobrou pozici na trhu piva, v oblasti nealko nápojů je spíše menším hráčem, což by mohlo tlačit na marže.

Další rizika a kontext podnikání jsou popsány ve [výroční zprávě](#).

Shrnutí

Thailand Beverage (TB) je pro mě velkou stabilní a pomalu rostoucí společností, která je vzhledem ke konkurenci lehce podhodnocená. TB nabízí PE poměr 17, zatímco relevantní konkurence je možná někde kolem 25 (tedy 30% sleva).

Má aktuální dlouhodobá očekávaná návratnost z pohledu vlastníka je při ceně akcie 0,7 SGD přibližně 10 % ročně, kdy investor získá prakticky monopol na trhu lihovin v Thajsku a leadera na trhu piva v Thajsku a Vietnamu.

TB má vyšší zadlužení, na dividendách je vyplácena téměř polovina čistého zisku.

Růst ceny akcie by mohl být v budoucnu způsoben úspěchem plánovaného a odloženého IPO pivní divize společnosti.

Do mých portfolií je TB příliš drahou společností. TB může být na prověření pro někoho, kdo hledá velkou stabilní společnost se solidní návratností, která je vystavena pozitivním trendům ve spotřebě alkoholu v ASEANu (Jihovýchodní Asii). TB nemám v plánu pravidelně sledovat.

