

KOFOLA

19.09.2020

www.rozumnyinvestor.cz

Odvětví	Nealko nápoje (výroba a distribuce)
Regiony	ČR, Slovensko, Slovinsko, Chorvatsko
Pozice na trhu	2. největší v ČR, leader na Slovensku a Slovinsku
Počet zaměstnanců	cca 2000
Produkty	Minerální vody, limonády, džusy, sirupy, energetické nápoje
Konkurence	Pampa Energia, AES, enel
Konkurenční výhoda	Záleží na značkách, lokální
Ticker - kde koupit	KOFOL (Praha)
ISIN	CZ0009000121

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

Zdroj firemních výkazů, prezentací a grafiky:
<http://investor.kofola.cz/>



Krátký pohled na sektor

Začněme pohled na sektor nealko nápojů v ČR. Předpokládám, že na Slovensku jsou trendy podobné. Obě země dohromady představují přibližně dvě třetiny tržeb skupiny Kofola. Předpokládám, že trend ohledně nealko nápojů se nebude příliš lišit ani ve Slovinsku a Chorvatsku.

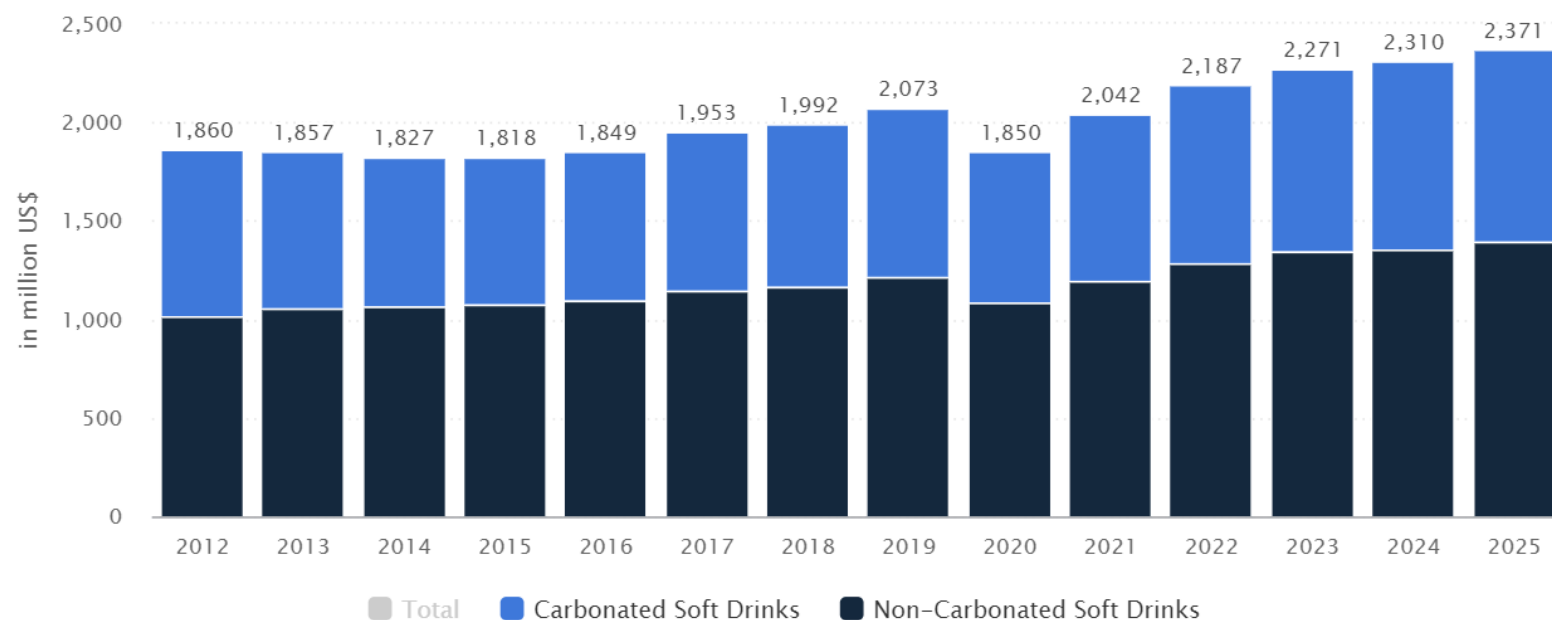
Na následujících třech snímcích můžeme vidět, že jde o dospělý trh bez výrazného růstu. Celkové příjmy v daném sektoru stagnují, případně se odvíjejí od krátkodobých událostí (teplota, covid-19...).

Jde o cyklický byznys, kde letní tržby převyšují ostatní měsíce o cca 20 %. Pro úvahy nad ziskovostí podniku tak musíme uvážit celoroční čísla, protože druhá polovina roku bude pravděpodobně lepší než ta první (ve druhé polovině je také prosinec, který bývá lepší).

Zákazníky jsou lidé všech příjmových skupin. Jeden Čech vypije v průměru 160 nealko nápojů ročně, tedy téměř 440 ml denně. Více než polovina z toho jsou minerální vody a čtvrtina jsou limonády.

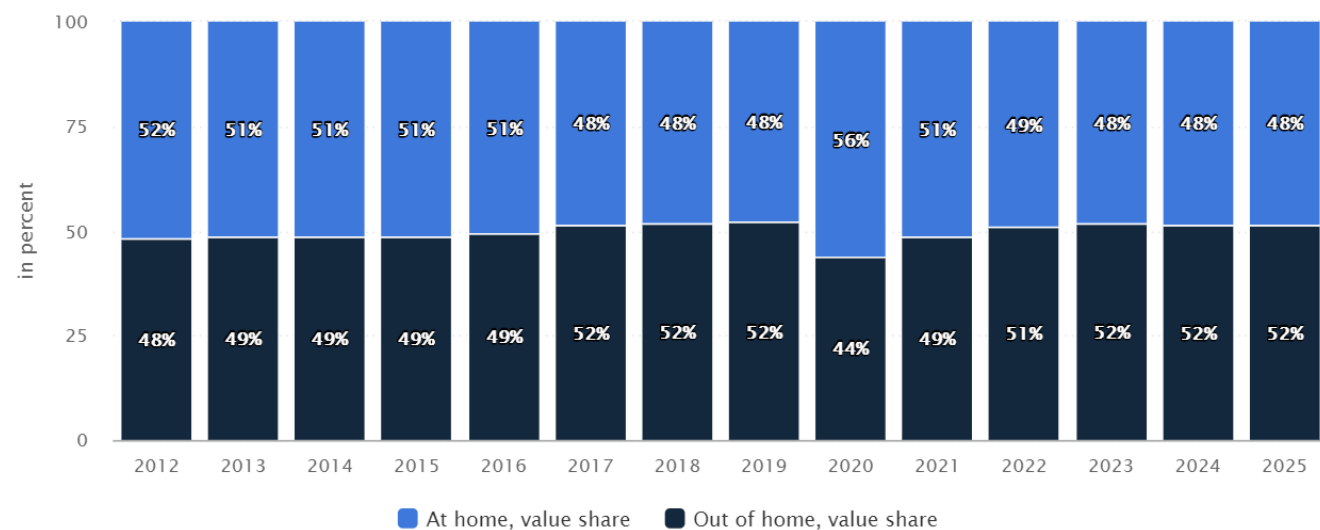


ČR: úhrn tržeb v segmentu soft drinks (nealko nápojů)



Významným vlivem je také počasí. Např. v roce 2020 Kofola prožila nejhorší červen za posledních 10 let z hlediska počasí.

ČR: rozdělení mezi spotřebou doma versus mimo domov (např. restaurace)

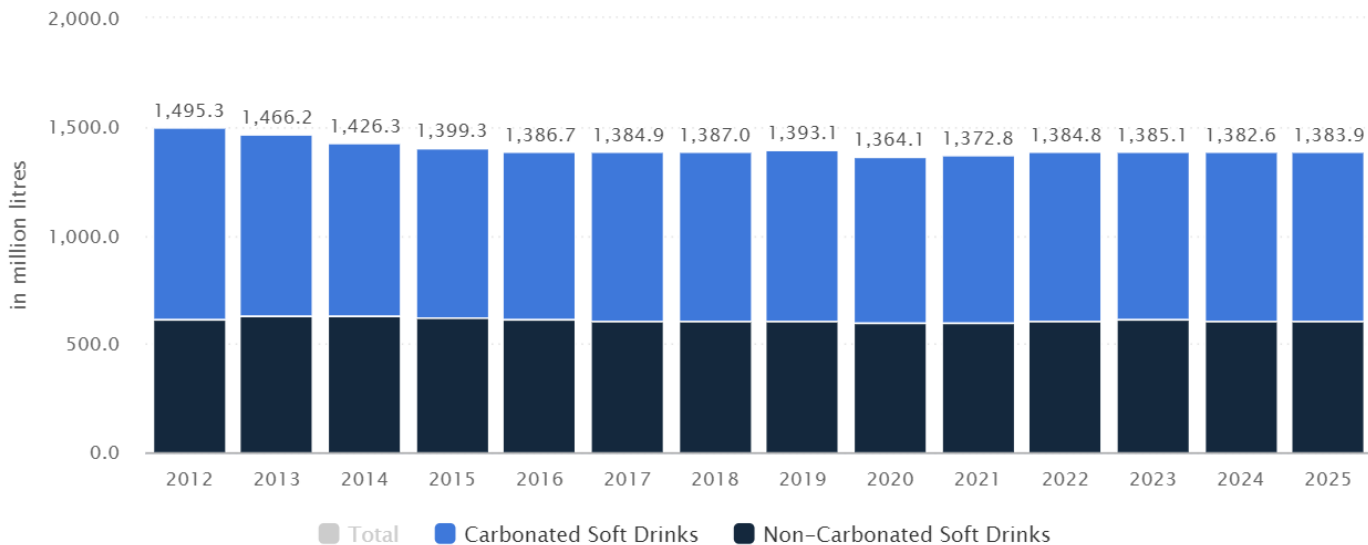


Modře: domácí spotřeba

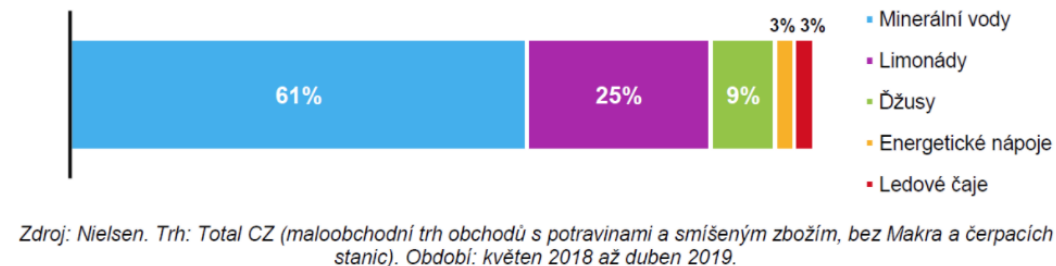
Černě: mimo domov

Zdroj: [Statista, 6/2020](#) (včetně zohlednění poklesu v důsledku covid-19).

objem v čase mírně klesá či stagnuje...

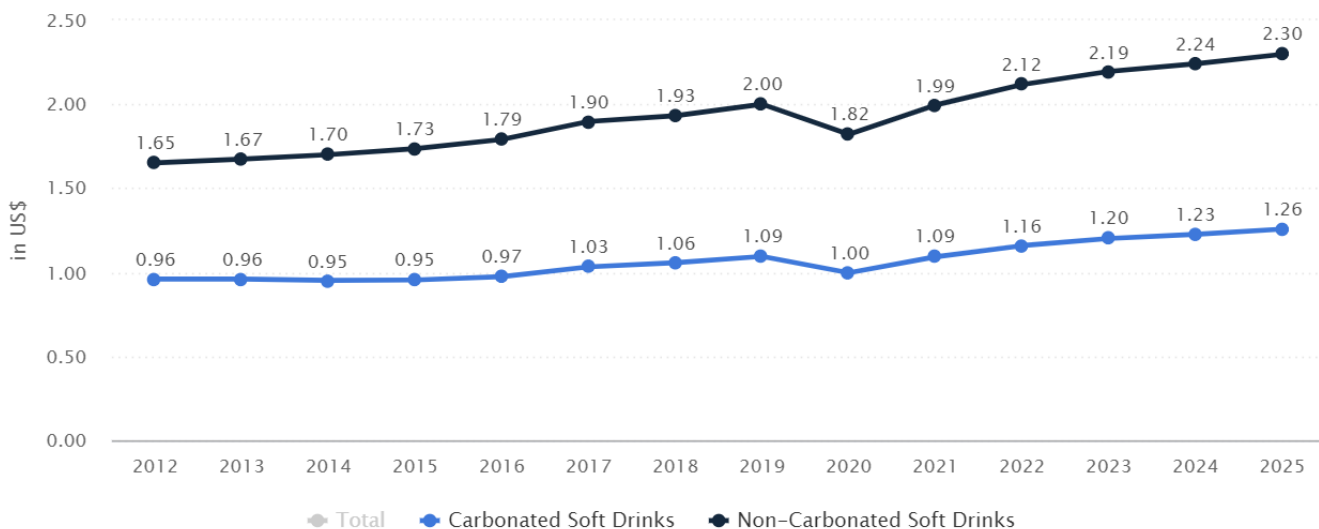


PODÍL SEGMENTŮ NA SPOTŘEBĚ NEALKOHOLICKÝCH NÁPOJŮ



Zdroj: [SOCR ČR, 2019](#).

zatímco cena roste...

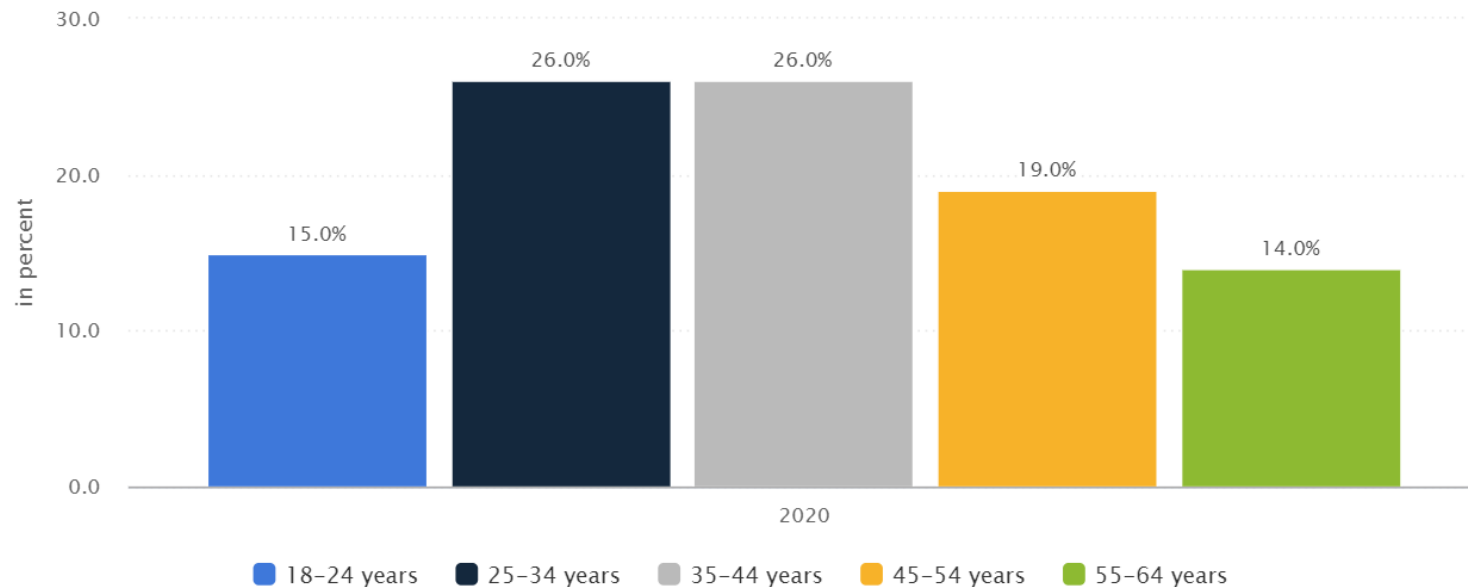


Růst ceny nesycených nápojů mezi roky 2012 a 2019 byl 2,8 % ročně, což je lehce a prakticky stabilně nad úrovní inflace.

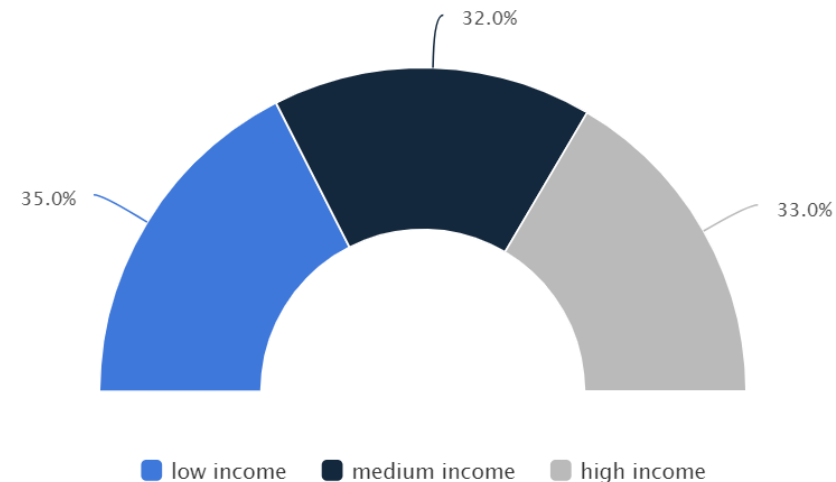
Růst ceny sycených (bublínkových) nápojů za stejné období rostl o 1,8 % ročně, dejme tomu spolu s inflací.

Zdroj: [Statista, 6/2020](#) (včetně zohlednění poklesu v důsledku covid-19).

Spotřebitelé podle věku

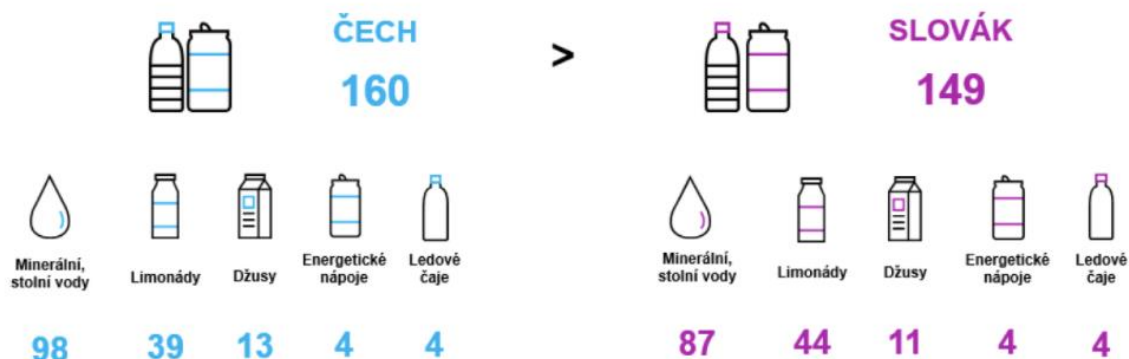


A podle příjmu

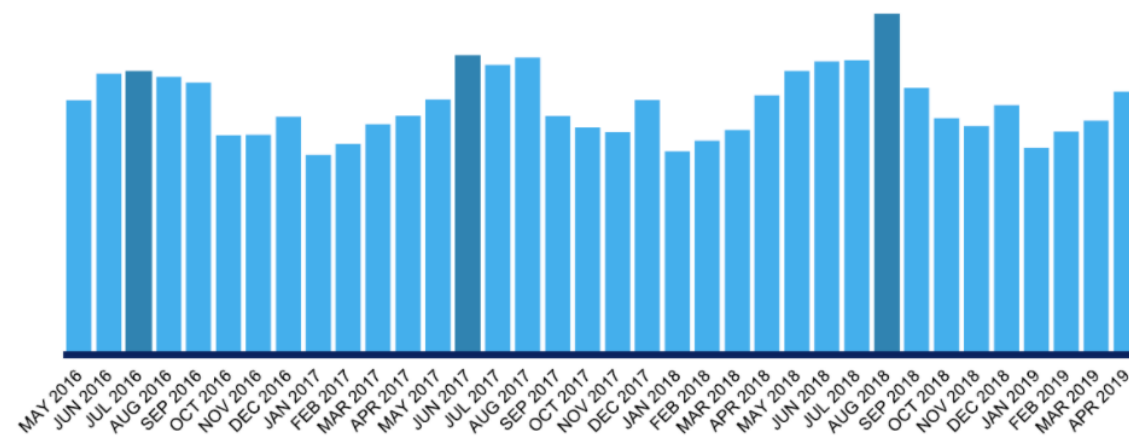


Zdroj: [Statista](https://www.statista.com), 9/2020.

KOLIK LITRŮ NEALKOHOLICKÝCH NÁPOJŮ VYPIJE V PRŮMĚRU ZA ROK



VÝVOJ SPOTŘEBY NEALKOHOLICKÝCH NÁPOJŮ



Zdroj: Nielsen

Trh: Total CZ (maloobchodní trh obchodů s potravinami a smíšeným zbožím, bez Makra a čerpacích stanic).

Zdroj: Nielsen. Data vyjadřují prodeje na maloobchodním trhu obchodů s potravinami a smíšeným zbožím, bez Makra a čerpacích stanic. Období: květen 2018 až duben 2019. Údaj o počtu obyvatel – statistický úřad.

Zdroj: [SOCR ČR](https://www.socr.cz), 2019.

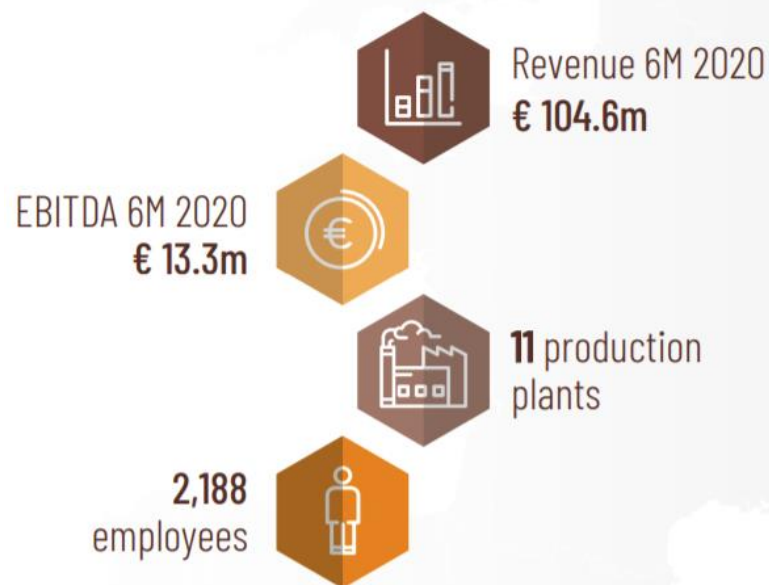
Kofola Group, to jsou všechny tyto značky...

Kofola také distribuuje některé značky, které nevlastní, z těch zajímavějších je to např. RC Cola či Pepsi. 40 % příjmů pramení ze sycených (bublinkových) nápojů, 30 % jsou různé (minerální) vody a pak tu máme 10 % džusy/šťávy, 9 % sirupy, 7 % UGO a poté nějaké energetické nápoje, kávy a čaje.

CATEGORY	REVENUE SHARE	MAIN OWN BRANDS	DISTRIBUTED AND LICENCED BRANDS
Carbonated Beverages	6M20 38% 6M19 41%	      	  
Waters	32% 28%	      	  
Non-carbonated Beverages	10% 11%	  	
Syrups	9% 8%	  	
Fresh & Salad Bars	4% 7%		
Other	7% 5%	   	 

THE KOFOLA GROUP

One of the most significant producers of non-alcoholic beverages in CEE and SEE



Headquarters
Production plants
Kofola Group's markets



CZECHIA



No. 2
player in the soft
drinks market

SLOVAKIA



No. 1
player in the soft
drinks market

SLOVENIA



No. 1
player in the soft
drinks market

No. 1
water brand

CROATIA



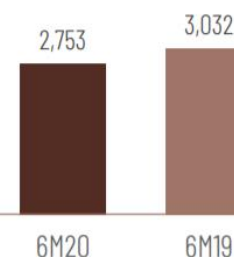
No. 2
water brand

Český a slovenský trh představují přibližně dvě třetiny tržeb a tyto trhy také mají pro Kofolu největší marže (EBITDA marže 20 % v CS vs 15 % jadranský segment).

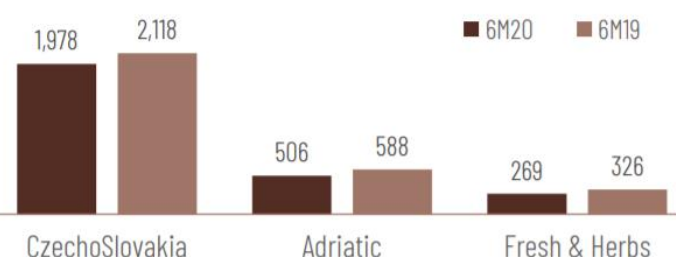
Kofola také nedávno opustila s neúspěšnými značkami polský trh. Jen tak expandovat se svými značkami do zahraničí je tak pravděpodobně složité.

Kofola také vlastní UGO jako investici do rostoucího trendu čerstvého a zdravého stravování se, zatím ztrátové, podíl na celkových tržbách je zatím malý.

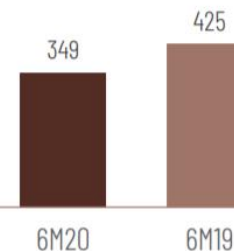
Revenue (CZK m)



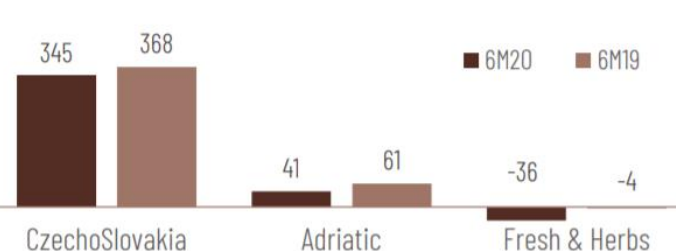
Revenue per main business segments (CZK m)

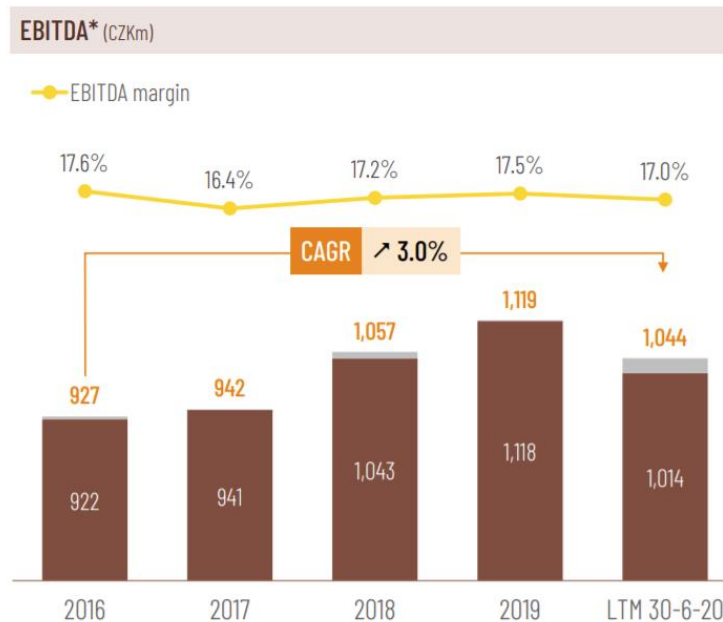


EBITDA (CZK m)



EBITDA per main business segments (CZK m)





Do roku 2019 se Kofole dařilo zvyšovat tržby o zhruba 7 % ročně, přičemž si udržovala EBITDA marži okolo 17 %. To nevypadá špatně, ale musíme si uvědomit, že během tohoto období také rostl dluh (z 1,6 mld. na 4,2 mld. Kč) a klesal vlastní kapitál (book value: z 2,7 mld. na 1,5 mld.), tedy hodnota zadržovaná uvnitř podniku z pohledu účetních výkazů zásadně klesla.

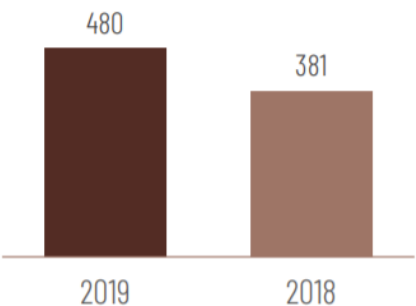
HoReCa (hotely, restaurace, catering) má přibližně o třetinu větší marže než retail. Kofola se zaměřovala na růst právě tohoto segmentu, který ovšem nejvíce utrpěl karanténami. HoReCa činí cca 36 % tržeb v CS regionu a 40 % v jadranském regionu.

Strategií Kofoly je růst skrze akvizice. Akvizice bývají drahé, to je jedno riziko. A druhým rizikem je, že obvykle nebývá jasné, jaké budou úspory či benefity ze synergie. Třetím rizikem je růst zadlužení, což se nemusí vyplatit, pokud úrokové míry porostou či pokud se podniku nebude dařit generovat dostatečnou hotovost.

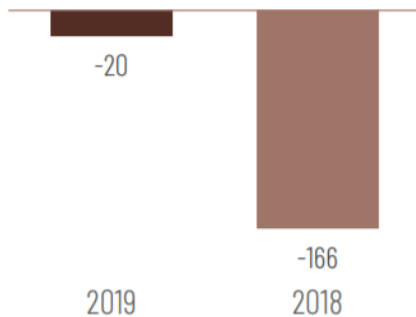
Nedávná akvizice Korunní a Ondrášovky: Kofola si vzala dluh 1 138 mil. Kč a získala tak něco kolem 100 mil. EBITDA ročně. Předpokládejme úrokovou míru 5 %: tj. 57 mil. Kč na úrocích, poté roční CAPEX 40 mil. Kč (můj odhad), což ústí ve volné cash flow cca 3 mil. Kč. ročně. Uvidíme, jaké budou synergie. Čistě aktuálním pohledem tato akvizice není pro mě příliš přitažlivá.

(CZKm)	30.6.2020	31.12.2019	31.12.2018*	31.12.2017	31.12.2016
Non-current assets	5,876.2	4,394.0	4,348.8	4,786.2	4,915.9
Current assets	2,283.3	2,522.4	2,214.2	1,792.7	3,104.0
Total assets	8,159.5	6,916.4	6,563.0	6,578.9	8,019.9
Equity attributable to owners of Kofola ČeskoSlovensko a.s.	1,469.0	1,530.1	1,483.4	1,977.7	2,736.6
Equity attributable to non-controlling interests	(23.9)	(16.5)	(8.2)	(3.7)	2.9
Total equity	1,445.1	1,513.6	1,475.2	1,974.0	2,739.5
Non-current liabilities	4,263.8	2,842.5	2,613.9	1,855.7	1,580.4
Current liabilities	2,450.6	2,560.3	2,473.9	2,749.2	3,700.0
Total liabilities	6,714.4	5,402.8	5,087.8	4,604.9	5,280.4
Total liabilities and equity	8,159.5	6,916.4	6,563.0	6,578.9	8,019.9

CAPEX (CZKm)



Working Capital (WC)* (CZKm)



Free CF (CZKm)

	12M 19	12M 18
Adjusted EBITDA	1,119.4	1,056.6
Change of WC	(98.6)	(9.7)
CAPEX	(479.8)	(381.4)
Taxes paid	(122.2)	(71.4)
Free CF	418.8	594.1
Cash bal.	774.5	619.3

ROCE**

	12M 19	12M 18
Adjusted EBIT	569.5	553.5
Total assets	6,916.4	6,563.0
Cash & CE	774.5	619.3
Current liabilities	2,560.3	2,473.9
ROCE	15.9%	16.0%

CAPEX (kapitálové výdaje) činily v roce 2019 dohromady 480 mil. Kč.

Bylo by zajímavé zjistit, kolik z toho jsou kapitálové výdaje na údržbu a kolik na růst. Předpokládám konzervativně, že veškeré tyto výdaje jsou na údržbu současných aktivit.

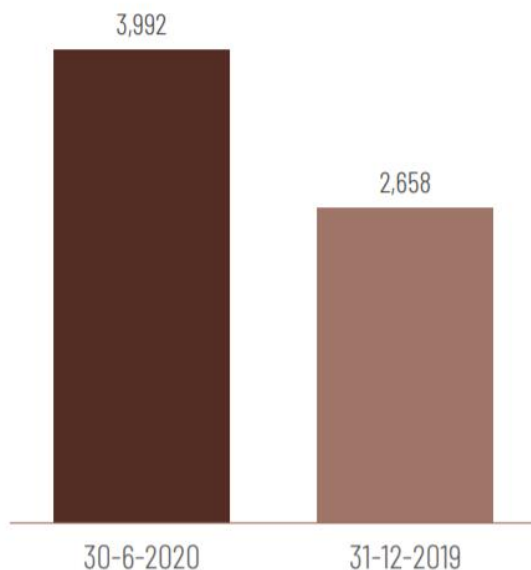
Kofola zdá se nepočítá úroky z dluhu do svého volného cash flow. V mých kalkulacích je zahrnuji.

[EBIT/(Celková aktiva – hotovost – krátkodobé závazky)]

V normálním roce Kofola reportuje ROCE (návratnost vloženého kapitálu) na úrovni 16 %. To vypadá hezky, ale neměli bychom zapomínat, že skutečná ziskovost je nižší, protože podnik vždy bude držet nějakou volnou hotovost a také bude platit daně.

ROCE je měřítko, které se snaží měřit návratnost zaměstnaného dlouhodobého (tedy úročeného) kapitálu, tj. vlastního kapitálu a dluhopisů.

Net debt (CZKm)



Net debt / adjusted LTM EBITDA



Gross and net debt calculation (CZKm)

	30-6-20	31-12-19
L/T bank loans	3,490.1	2,229.2
L/T lease liabilities	337.8	314.4
S/T bank loans	616.4	783.8
S/T lease liabilities	131.1	105.4
Gross debt	4,575.4	3,432.8
Cash	(583.8)	(774.5)
Net debt	3,991.6	2,658.3

Change in bank loan repayments schedule

Due to COVID-19, Kofola ČeskoSlovensko has utilized government moratorium on its bank loans. Planned repayments of 108.8 CZKm in 2Q20 and 108.8 CZKm in 3Q20 were/will be postponed by 6 months.

* LTM EBITDA includes pre-acquisition EBITDA of new ACQ, i.e. all entities with LTM effect (incl. ONDRAŠOVKA and Karlovarská Korunní from 3Q19-1Q20) ** excl. EBITDA of ONDRAŠOVKA and Karlovarská Korunní from 3Q19-1Q20

6M 2020 INVESTOR PRESENTATION

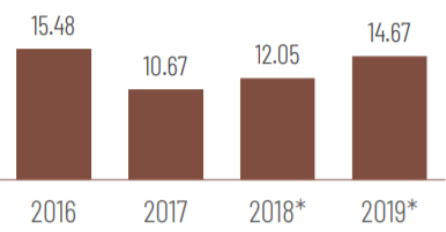
33

Celkový dluh je 4,1 mld. Kč, přičemž roční úroky z dluhu byly v roce 2019 ve výši 147 mil. Kč při výši dluhu cca 2,66 mld. Kč, což dává průměrnou úrokovou míru 5,5 %. V té době byl 3M PRIBOR kolem 2,1 %, dnes jsme na 0,34 %, což Kofole výrazně pomáhá v nižších úrokových mírách (rozdíl 1,6 procentních bodů).

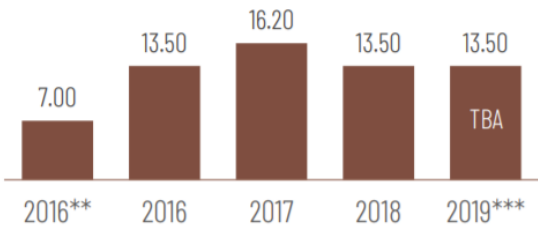
Tedy dluh ve výši 4,6 mld. a úrokové míře 3,9 (=5,5 – 1,6, můj odhad) % si bude žádat 180 mil. Kč ročně na úrocích. Ovšem pokud úroková míra bude 5,5 %, roční úroky budou 253 mil. Kč. Podle mě jedno z hlavních rizik u Kofoly je právě růst úrokových měř.

Přibližně 3,5x je covenant na dluhu: při překročení je pravděpodobné, že nevyplatí (příliš velkou) dividendu, protože banky budou chtít vyšší jistotu (aktualizace: do konce Q3 2020 banky odpustily tento požadavek). Kofola je aktuálně někde na hranici. Pokud budeme předpokládat roční EBITDA 1,2 mld. v běžném roce (bez covid), poměr čistého dluhu a EBITDA činí 3,3, což je podle mě pořád hodně pro konzervativního investora.

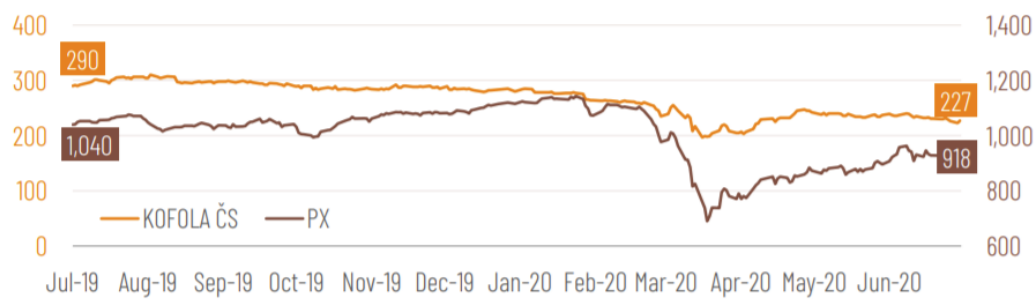
Earnings per share (CZK)



Dividends per share (CZK)



Share performance (CZK)



* Continuing operations ** Advance dividend *** Recommended by BaO

Dividend policy

- 60% of consolidated net profit achieved in each financial year from 2017-2020, subject to sufficient distributable profits.

About shares

Market capitalization	189.2 EURm
Dividend yield (latest dividend to share price as at 30-6-20)	5.9%
Average transaction volume	8,380 per day

Pokud vezmu rok 2019, který byl podle managementu úspěšný, zisk činil cca 284 mil. Kč, při 22,3 milionech akcií toto činí 12,7 Kč zisku na akcii za rok 2019, což při ceně akcie 227 Kč dává **návratnost 5,6 %**.

Aktuálně navržená dividenda za rok 2019 činí 13,5 Kč, což dává dividendu 5,9 %. V případě špatného vývoje v Q3 a Q4 může být dividenda snížena či zrušena.

Poté je tu otázka růstu. Samozřejmě krátkodobě záleží na covid-19 (v červenci výsledek na úrovni 2019 a v srpnu nárůst o 3 %, to není špatné, podzim a zima budou náročnější, pokud se virus vrátí, navíc mnoho konferencí je zrušených). Při pohledu na historii zisk na akcii spíše osciluje kolem podobných částek, než že by dlouhodobě rostl. Konzervativně bych od Kofoly reálný růst zisku nad hodnoty roku 2019 nečekal, protože máme tu covid a máme tu také vysoký dluh. To je dejme tomu horizont 2-4 roky. Kofola neplánuje další akvizice ve středním horizontu.

Co se dlouhého horizontu týče, Kofola působí na stagnujících trzích, expandovat s něčím novým je těžké. Odhadoval bych růst někde na úrovni inflace, a pokud se podaří nějaké synergie navíc z množství značek, bral bych to jako bonus.

Adjusted consolidated financial results 2019	2019 CZK'000 000	One-off adjustments CZK'000 000	2019 adjusted CZK'000 000
Revenue	6,409.5	-	6,409.5
Cost of sales	(3,344.9)	-	(3,344.9)
Gross profit	3,064.6	-	3,064.6
Selling, marketing and distribution costs	(2,090.5)	-	(2,090.5)
Administrative costs	(453.8)	-	(453.8)
Other operating income/(costs), net	19.5	29.7	49.2
Operating profit/(loss)	539.8	29.7	569.5
Depreciation and amortisation	562.3	(12.4)	549.9
EBITDA	1,102.1*	17.3	1,119.4**
Finance costs, net	(141.0)	-	(141.0)
Income tax	(146.1)	2.9	(143.2)
Profit/(loss) for the period (continuing operations)	252.7	32.6	285.3
Profit/(loss) for the period (discontinued operations)	23.4	9.9	33.3
Profit/(loss) for the period (continuing + discontinued operations)	276.1	42.5	318.6
- attributable to owners of Kofola ČeskoSlovensko a.s.	284.4	42.5	326.9

* EBITDA refers to operating profit/(loss) plus depreciation and amortisation.

** Adjusted EBITDA refers to EBITDA adjusted for the effects of events and transactions that are non-recurring, extraordinary or unusual in nature, including in particular results from the sale of non-current assets and financial assets, costs not arising from ordinary operations, such as those associated with the impairment of non-current assets, financial assets, goodwill and intangible assets, relocation costs and the costs of Group layoffs.

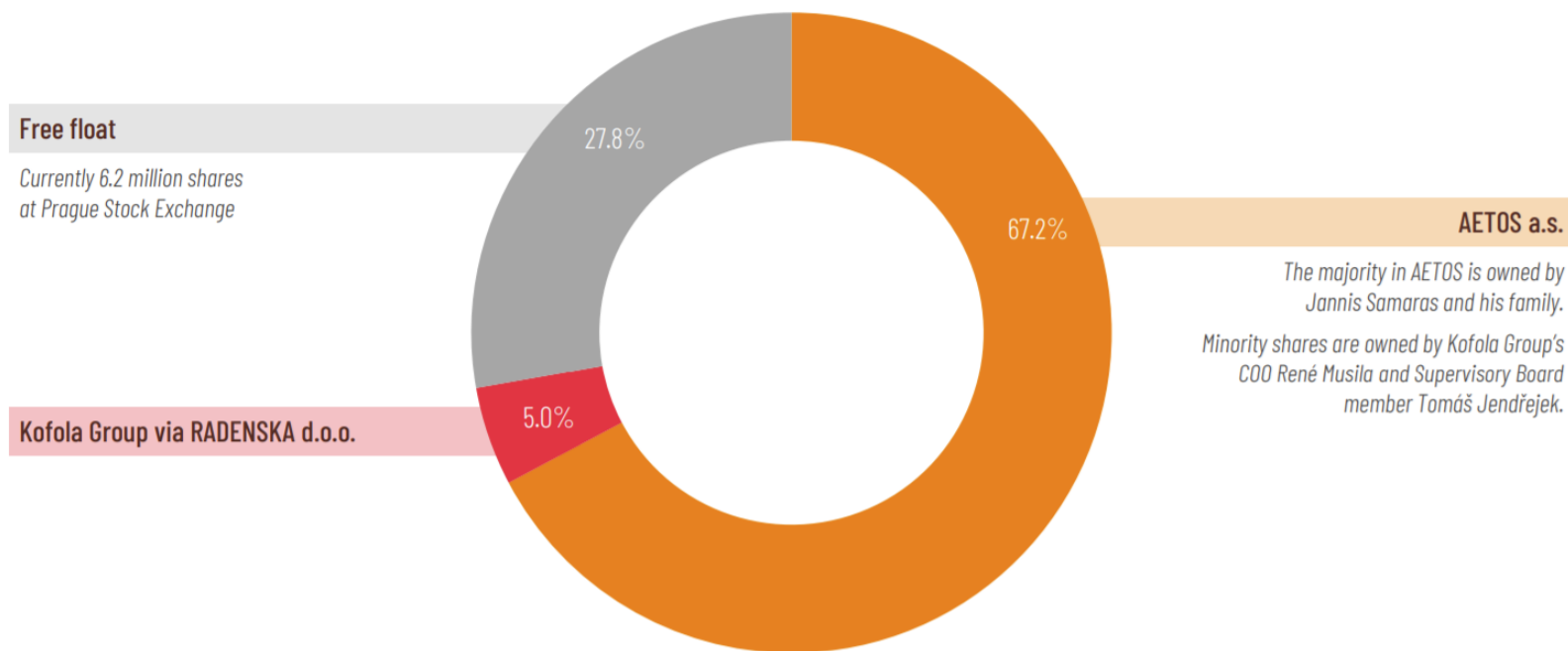
CONSOLIDATED STATEMENT OF CASH FLOWS

(CZKmln)	6M20	6M19	2019	2018	2017	2016
Net cash flows from operating activities	111.8	224.3	932.3	821.2	720.0	655.3
Net cash flows from investing activities	(1,201.3)	(376.9)	(355.0)	(389.4)	(469.0)	(748.7)
Net cash flows from financing activities	885.3	(101.1)	(418.7)	(101.7)	(1,352.8)	(420.4)
Cash and cash equivalents at the beginning of the period	774.5	619.3	619.3	289.6	1,421.0	1,940.0
Effects of exchange rates changes on cash and cash equivalents	13.6	(1.3)	(3.4)	(0.4)	(29.6)	(5.2)
Cash and cash equivalents at the end of the period	583.8	364.3	774.5	619.3	289.6	1,421.0

Podívejme se na možnou návratnost z pohledu cash flow v běžném roce bez efektu covid-19. Provozní cash flow za rok 2019 činilo 932 mil., s novými akvizicemi dejme tomu 1032 mil., kapitálové výdaje budou cca 500 mil. (mezi roky 2017 a 2019 byly kapitálové výdaje 1767 mil. Kč), úroky z dluhu cca 200 mil. Kč, což dohromady dává $1032 - 500 - 200 = 332$ mil. Kč jako roční volného cash flow před zdaněním. Pokud započítáme zdanění 19 % (nejrelevantnější pro Kofolu), čisté cash flow je 269 mil. Kč, což je blízko reportovaného čistého zisku.

Aktuální tržní kapitalizace cca 5,1 mld Kč (cena akcie 227 Kč) tedy dává **návratnost 5,3 % ročně** z pohledu volného cash flow v běžném roce.

KOFOLA OWNERSHIP STRUCTURE



CEO Jannis Samaras vlastní velkou část společnosti, AETOS a.s. má většinový podíl, což je příjemné v tom, že díky vlastnictví zájmy CEO mohou být takto sladěny s minoritními akcionáři, zároveň mít ve společnosti majoritního (ovládajícího) akcionáře může být riskantní, protože si může rozhodnout cokoliv.

Rizika

Růst úrokových sazeb. Pokud nastane dokonce něco jako stagflace (recese + inflace), Kofolu to zasáhne kvůli vysokému zadlužení. Proto nemám rád investice do zadlužených podniků, protože takto roste spekulativní efekt. Kofola preferuje vyplácet dividendy před snižováním dluhu: někomu to může sedět, já při čistý dluh/EBITDA = 3,5x preferuji snižování dluhu (management je ochotný jít i na 4x).

Hospodářská krize. Pokles příjmů obyvatel může ústít v nižší prodeje (méně návštěv restaurací a hotelů). Na druhou stranu, soft drinky nakupují jak příjmově slabší, tak i movití zákazníci.

Nejisté zisky ze synergie. Nejsem schopen ohodnotit efekt vlastnictví množství značek na úspory či zvýšení konkurenční výhody (pokles administrativních nákladů? Pokles nákladů na dopravu? Lepší vyjednávací pozice s odběrateli?). Toto je tedy nejistota: riziko i příležitost.

Trend zdravého stravování se. Přiznejme si to, bublinkové nápoje (Kofola atd.) nebývají nejzdravější, což by mohlo narážet na trend „stravuji se zdravě.“ Lidé pak mohou preferovat alternativy, mezi kterými je např. voda z kohoutku. Zároveň se Kofola snaží rozvíjet UGO, které je na tento trend přímo orientované, a ne všechny její značky jsou nezdravé, dále nabízí více nápojů „bez cukru“. A podle mě většina lidí v ČR a na Slovensku kvalitu svého stravování ve skutečnosti příliš neřeší (pro mě nepříjemná myšlenka).

Cena vstupů. Např. cena cukru: podle managementu by cena cukru mohla vzrůst o 10-30 % v roce 2021. Také ceny dalších vstupů mohou růst, což bude vytvářet tlak na marže, pravděpodobně se ale většina projeví na růstu ceny produkce (vyšší ceny cukru budou platit pro všechny producenty).

Shrnutí

Kofola působí v konzervativním a stagnujícím sektoru, tedy neočekávám zásadní růst reálných tržeb ani zisku, a to i po epizodě s covid-19, který snížil zisk na nulu. Kofola patrně zvládne realizovat růst prodejních cen na úrovni či lehce nad úrovní inflace.

Aktuální očekávaná dlouhodobá návratnost při ceně akcie 227 Kč činí cca 5 % ročně, a pokud se přidá růst, tak až cca 8 % ročně, z čehož většina bude pravděpodobně vyplacená na dividendách.

Riziky jsou zadlužení, makroekonomická situace a pro mě nejisté synergie z akvizic.

Kofola, zdá se, přečká covid-19 krizi celkem v pořádku, z dlouhodobého pohledu mi chybí něco, co by přineslo další hodnotu. Podnik se mi tak z pohledu finančního investora jeví nepříliš atraktivně vzhledem k rizikům a relativně nižší očekávané návratnosti, než jakou požaduji u svých investic.

