Vysoká škola ekonomická v Praze

Bakalářská práce

2017 Jan Tománek

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta podnikohospodářská

Studijní obor: Podniková ekonomika a management

Název bakalářské práce:

Fundamentální analýza společnosti Stock Spirits Group

Autor bakalářské práce: Jan Tománek

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Jan Heřman, CSc.

P r o h l á š e n í

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma
„*Fundamentální analýza společnosti Stock Spirits Group*“
vypracoval/a samostatně s využitím literatury a informací,
na něž odkazuji.

V Praze dne 15. května 2017 Podpis

Poděkování:

Chtěl bych poděkovat doc. Ing. Janu Heřmanovi, CSc. za vstřícný přístup a cenné rady při vedení bakalářské práce. Mé poděkování patří také PhDr. Ruth Tománkové a Josefině Wankeové za podporu a pomoc se stylistickou a gramatickou úpravou práce. Za rady děkuji také kolegům z dealingu Fio banky.

Název bakalářské práce:

Fundamentální analýza společnosti Stock Spirits Group

Abstrakt:

Bakalářská práce se zabývá fundamentální analýzou společnosti Stock Spirits Group. První část práce vymezuje motivy a druhy akciové analýzy. Druhá část se věnuje nejvýznamnějším odvětvovým faktorům a evropským trhům s alkoholem, kde společnost působí. Třetí část zkoumá samotnou společnost, její postavení na trzích, hospodaření a dividendovou politiku s výhledem do budoucích let. Poslední část práce představuje základní metody stanovení vnitřní hodnoty akcie a investičního doporučení pomocí diskontních modelů a relativního ocenění. Tyto metody jsou následně aplikovány na odhady budoucích dividend a je stanoveno investiční doporučení. Závěr shrnuje výsledky fundamentální analýzy společnosti a komentuje investiční doporučení.

Klíčová slova:

fundamentální analýza, akcie, Stock Spirits Group, vnitřní hodnota, investování

Title of the Bachelor´s Thesis:

Fundamental analysis of Stock Spirits Group

Abstract:

The Bachelor´s Thesis is a fundamental analysis of Stock Spirits Group. The first part determines types of a stock analysis. The second part deals with the most important industry factors and European markets with alcohol, where the company is active. The third part investigates the company itself, its position on markets, its results, dividend policy and outlook. The last part of the thesis represents the basic methods how to set forth the intrinsic stock value using a discount model and relative valuation. These methods are then applied on estimates of future dividends of the company and an investment recommendation is issued. The conclusion summarizes results of the fundamental analysis of the company and comments on the recommendation.

Key words:

fundamental analysis, stock, Stock Spirits Group, intrinsic value, investment

Obsah

Úvod 1
1 Akciová analýza 2
2 Odvětvová fundamentální analýza 3
2.1 Nejvýznamnější odvětvové faktory 3
2.1.1 Životní cyklus odvětví 3
2.1.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus 5
2.1.3 Tržní struktura odvětví 6
2.1.4 Role regulatorních orgánů 7
2.2 Trhy s alkoholem, na kterých Stock Spirits Group působí 8
2.2.1 Polský trh 9
2.2.2 Český trh 15
2.2.3 Italský trh 19
3 Firemní fundamentální analýza 22
3.1 Profil společnosti, strategie a vize 22
3.2 Historie společnosti 23
3.3 Vývoj hospodaření 23
3.4 Corporate governance 25
3.5 Dividendová politika 26
4 Stanovení vnitřní hodnoty akcie a investičního doporučení 28
4.1 Diskontní modely 29
4.1.1 Diskontní míra 29
4.1.2 Dividendové diskontní modely 33
4.2 Relativní ocenění 38
4.2.1 P/E ratio 38
Závěr 42
Seznam použité literatury a elektronických zdrojů 44
Seznam grafů, tabulek, vzorců a obrázků 50

Úvod

Ve své bakalářské práci jsem se rozhodl věnovat fundamentální analýze akcií společnosti Stock Spirits Group. Se společností jsem se seznámil díky svému zájmu o pražskou burzu, na které jsou její akcie, stejně jako na hlavním londýnském trhu, obchodované.

Společnost však má kromě sídla a managementu s Velku Británií jen málo společného. Její akcie nezaznamenávají velké zobchodované objemy ani v Praze, kde jsou drobnou součástí indexu PX. Stojí tak mimo pozornost investorů i analytiků – z velkých investičních domů je pokrývají pouze analytici banky J. P. Morgan a ani v České republice nejsou v centru pozornosti.

Podle mého názoru však společnost pro investory může být zajímavá – má velmi konzervativní rozvahu s nízkým zadlužením. Problémy v Polsku, které se dostávají do titulků a zastiňují růst v České republice a na Slovensku, sice nepříznivě doléhají na tržby a ziskovost a vyvolávají otázky ohledně budoucího vývoje, společnost však přesto generuje silné hotovostní toky, které prostřednictvím normální i mimořádné dividendy distribuuje akcionářům. Právě díky dividendám poskytly její akcie v roce 2016 akcionářům nejvyšší celkový výnos z indexu PX.

Ve společnosti se také angažuje aktivistický investor Luis Amaral, který management kritizuje za pokles tržního podílu v Polsku a tlačí na přesun sídla společnosti do Varšavy. Amaral však ovládá největšího polského zákazníka likérky, distributorskou společnost Eurocash. Je tedy otázka, jaké jsou jeho motivy.

Vzhledem k výše nastíněným důvodům si myslím, že akcie společnosti Stock Spirits Group si zasluhují pozornost, a doufám, že má bakalářská práce přispěje k vyšší informovanosti veřejnosti. Prohloubit znalost společnosti je také mým osobním cílem jako jejího drobného investora.

Cílem této bakalářské práce je provést fundamentální analýzu společnosti a na jejím základě vydat investiční doporučení.

1 Akciová analýza

Ačkoliv akciový trh jako celek má v dlouhém období růstovou tendenci, kurz akcií jednotlivých společností může růst i klesat. Odráží totiž současný a očekávaný vývoj společnosti i ekonomiky, stejně tak pohled investorů na danou společnost i trh, což jsou neustále se měnící faktory. Pro aktivního investora je proto důležité odhalit, zda je daná akcie podhodnocená, správně oceněná či nadhodnocená, a podle toho učinit své investiční rozhodnutí, tedy akcie buď koupit, držet (ignorovat), nebo prodat (případně prostřednictvím otevření krátké pozice spekulovat na pokles).

Investor, který dokáže s předstihem odhalit budoucí vývoj akcie a včas učinit investiční rozhodnutí, je odměněn ziskem. Akciový trh proto již od začátku své existence láká pozornost investorů a analytiků. Časem vznikly tři základní přístupy pro odhadování akciových kurzů: technická analýza, která se snaží o prognózu kurzových pohybů a budoucích trendů na základě studia grafů a minulého vývoje, psychologická analýza, která svou pozornost obrací k investorům a jejich rozhodovacímu procesu, a fundamentální analýza.

Fundamentální analýza je nejkomplexnějším a nejčastěji využívaným analytickým přístupem. Detailně zkoumá základní ekonomické, politické, sociální, geografické, demografické a jiné faktory a události, které determinují vývoj akciových kurzů (Veselá, 2011). Fundamentální analýza se zabývá hospodařením společnosti, ale i situací v odvětví a ekonomice. Lze ji proto rozdělit na úroveň globální, odvětvovou a firemní.

Globální fundamentální analýza zkoumá prostřednictvím veličin jako např. úroková míra, růst HDP, peněžní zásoby a dalších vliv celé ekonomiky a trhu na hodnotu analyzované akcie (Veselá, 2011). Tato bakalářská práce se těmito faktory zabývat nebude. Odvětvové a firemní analýze se budu věnovat v kapitolách 2 a 3.

S odlišným přístupem přichází teorie efektivních trhů, podle které na efektivním trhu nemá smysl provádět akciovou analýzu. Při slabé efektivnosti trhu totiž akciové kurzy téměř okamžitě absorbují minulé informace (technická analýza tak nemá smysl), při středně silné efektivnosti kurzy navíc reflektují aktuální, veřejně dostupné informace (fundamentální analýza je tak nemožná) a při silné formě navíc vstřebávají neveřejné informace. Kurzy tak vždy téměř okamžitě odráží vnitřní hodnotu akcií a neexistují podhodnocené a nadhodnocené akcie. Podle této teorie není možné dlouhodobě následovat strategii, která by překonávala výkon celého trhu. Investor tak může dosáhnout pouze průměrných výnosů a odchylky jsou dané náhodou (Haugen, 1999).

Paradoxem je, že trhy se stávají efektivními právě díky přítomnosti investorů, kteří aktivně vyhledávají jejich neefektivnosti.

2 Odvětvová fundamentální analýza

Cílem odvětvové, respektive oborové fundamentální analýzy je identifikace charakteristických rysů a specifik odvětví, ve kterém analyzovaná společnost působí, a vyhodnocení vlivu na vnitřní hodnotu akcie (Veselá, 2011).

2.1 Nejvýznamnější odvětvové faktory

Mezi nejvýznamnější odvětvové faktory patří životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura a role regulatorních orgánů.

2.1.1 Životní cyklus odvětví

„Životní cyklus odvětví si lze představit jako sled určitých vývojových fází, kterými odvětví od svého vzniku nebo po své zásadní inovaci prochází. V jednotlivých fázích životního cyklu odvětví vykazují zisky, tržby i akciové kurzy zcela odlišný vývoj," uvádí Veselá (2011, str. 325).

V průběhu života odvětví se mění také zdroj hodnoty firem (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determinig the Value of Any Asset, 2012). Zatímco začínající a často ztrátové firmy svou hodnotu čerpají výhradně ze svého potenciálu a budoucího růstu a téměř nic z existujících aktiv, firmám na konci životního cyklu nezbývá o mnoho víc než jen jejich aktiva.

Životní cyklus odvětví je zpravidla členěn na tři fáze (Veselá, 2011):

1. pionýrská fáze
2. etapa rozvoje
3. etapa stabilizace

Pionýrská fáze je charakterizovaná dramatickým vzestupem poptávky po produktech firem v daném odvětví (Veselá, 2011). Vidina vysokých, nadprůměrných zisků láká ke vstupu do odvětví řadu dalších firem, jen málo z nich se však dožije dospělosti. Existenci firem v pionýrské fázi totiž ohrožuje ostrá konkurence a problémy se zajištěním financování růstu vzhledem k malým či žádným tržbám. Jejich přežití může proto záviset jak tak na životaschopném produktu, tak na schopnosti přilákat investory. „Obecně lze říci, že investice do odvětví v pionýrské fázi jeho životního cyklu slibuje vysoký výnos, nicméně dosažení vysokého výnosu je zároveň provázeno vysokým rizikem," uvádí Veselá (2011, str. 326).

Ve fázi rozvoje dochází k celkové stabilizaci odvětví a poklesu volatility hospodářských výsledků přeživších firem díky upevňování pozice na trhu. Tempo růstu tržeb společností v odvětí má obvykle klesající tendenci.

Pro fázi stabilizace jsou typické vysoce stabilní hospodářské výsledky. V závěru této fáze však klesá poptávka po produktech firem v odvětví, což zvyšuje konkurenci a část firem je nucena z odvětví odejít. Odvětví následně čeká útlum, nebo inovace a zopakování životního cyklu. Nižší riziko investice chápané jako variabilita výnosu odráží také nižší průměrná výnosová míra (Veselá, 2011). Ačkoliv se investoři obvykle snaží objevit dlouhodobě růstová odvětví, i umírající firmy mohou být atraktivní investicí, pokud trh podcení zbývající délku jejich života a schopnost v jeho závěrečné fázi tvořit hotovost, respektive pokud trh požaduje výrazný diskont jako např. u společnosti IncParadise (Vanhara, 2016).

Trh s alkoholem

Alkohol lidstvo provází dlouhou dobu, jako celek se tak odvětví jeho produkce nachází ve fázi stabilizace. Popularita jednotlivých alkoholických nápojů a jejich kategorií však kolísá. Firmy v tomto odvětví nemohou očekávat, že by jejich růst pramenil z výrazného růstu objemu trhu s alkoholem. Zatímco v historii měl stát jako výběrčí daní tendenci navyšování produkce povolovat, v dnešní době se stará i o veřejné zdraví (Běláčková, 2010), tudíž by s vyšší spotřebou alkoholu nesouhlasil.

Evropská unie je regionem s největší spotřebou alkoholu na světě. Průměrná spotřeba na dospělou osobu však z maxima 15 litrů čistého alkoholu ročně ze 70. let klesla na současných 11 litrů. Téměř polovina alkoholu je spotřebována ve formě piva (44 %), následuje víno s 34 % a destiláty s 23 % (Anderson, Baumberg, & Sovinová, 2006). Zajímavostí je, že 10 % osob ve většině zemí zodpovídá za třetinu celkové spotřeby.

Zdroj růstu tak producenti alkoholu musí hledat ve změně popularity jednotlivých kategorií, jako např. v rapidním růstu piva na úkor lihovin v 90. letech v Polsku (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013) či v rozvoji cideru v posledních letech nebo v růstu hodnoty trhu. Za tím může stát zvyšování cen stávajících produktů nebo tzv. premiumizace, přesun spotřeby k dražším značkám. Vedle tohoto termínu, který se poprvé objevil před více než deseti lety, se v poslední době mluví (Woodard, 2017) také o tzv. mainstreamizaci, tedy o přesunu konzumentů z nejlevnějších značek ke střední třídě alkoholu.

Růst může pramenit také ze změn návyků spotřebitelů, jak konzumují alkohol. Pití alkoholu v restauračních zařízeních či nákup menších balení nabízí producentům vyšší marži. Té dosahují také u ochucených verzí nápojů s menším obsahem alkoholu oproti vlajkovým produktům. Producenti lihovin tak reagují na změny ve společnosti, kdy mladí konzumenti a ženy chtějí objevovat nové, jemnější chutě (Stock Spirits Group, 2017).

Hrozbu pro značkové výrobce destilátů naopak představují privátní značky obchodních řetězců, které expandují a konkurují jim cenou i kvalitou (MarketLine, 2016).

2.1.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Z hlediska intenzity, časového okamžiku a směru reakce odvětví na hospodářský cyklus můžeme jednotlivá odvětví rozdělit na odvětví cyklická, neutrální a anticyklická (Veselá, 2011).

Vývoj tržeb, zisků a akciových kurzů u cyklických odvětvích kopíruje průběh hospodářského cyklu. Firmy z cyklických odvětví dosahují nejlepších výsledků během konjunktury, nejhůře se jim daří v recesi. Mezi cyklická odvětví patří odvětví produkující zbytné statky, jejichž spotřebu lze odložit do budoucna, tedy např. stavebnictví, automobilový průmysl, hotelnictví a další (Veselá, 2011).

U neutrálních odvětví není možné identifikovat jasnou vazbu na vývoj ekonomiky, jelikož produkují nezbytné výrobky a služby s velmi nízkou cenovou elasticitou. Produkty neutrálních odvětví bývají nezbytné pro běžný život nebo návykové. Mezi neutrální odvětví patří např. potravinářský a farmaceutický průmysl, výroba nealkoholických a alkoholických nápojů a tabákových výrobků (Veselá, 2011).

Anticyklická odvětví dosahují nejvyšší tržby a zisky v období recese. Firmy v anticyklickém odvětví obvykle nabízí levnější, zastupitelný substitut produktu, který si spotřebitel za nepříznivých ekonomických podmínek momentálně nemůže dovolit. Jako příklad anticyklického odvětví lze uvést např. videopůjčovny, které v 90. letech představovaly levnější alternativu oproti kinům (Veselá, 2011).

Citlivost firemních výsledků na hospodářský cyklus ovlivňuje také podíl fixních nákladů na celkových nákladech, který omezuje možnost pružné reakce, a úroveň zadluženosti firmy, se kterou roste také úroveň finančního rizika a citlivost na průběh hospodářského cyklu (Veselá, 2011).

Trh s alkoholem

Produkce lihovin spadá mezi neutrální odvětví. Společnost Stock Spirits Group sice sází na růst životní úrovně a spotřebitelské důvěry, respektive konvergenci k západní Evropě, své produkty však sama považuje za cenově dostupný luxus. Ve své výroční zprávě (2017, str. 24) uvádí (překlad vlastní):

> *„Díky růstu disponibilního příjmu si nyní více spotřebitelů ze střední a východní Evropy může dovolit produkty s vyšší kvalitou, za které jsou ochotni více zaplatit. Vyhledávají destiláty od důvěryhodných značek s lepší a konzistentní kvalitou, než měli k dispozici dříve. To může být projevem jejich touhy vystavit svůj vlastní úspěch, znalosti, hodnoty nebo životní styl prostřednictvím výběru značek, jejich chování však může být motivováno touhou udržet přístupný každodenní luxus během ekonomicky náročných časů. Cenově dostupné značky s vysokou vnímanou hodnotou zůstávají preferovanou volbou a destiláty jsou takovým cenově dostupným luxusem.“*

Produktové portfolio společnosti však pokrývá všechny cenové kategorie – např. v České republice v kategorii rumů její nabídka sahá od značky Spiritis Námořní s pouze 25% obsahem alkoholu, přes populární tuzemské rumy z rodiny Božkov, dovážený rum Captain Morgan až po také dovážený, prémiový rum Pampero. Hospodaření společnosti by mělo být v nepříznivých ekonomických časech stabilní také díky nízkému zadlužení a vysokému podílu variabilních nákladů. Podíl čistého zadlužení vůči očištěnému zisku EBITDA na konci roku 2016 činil 1,16 (Stock Spirits Group, 2017). Podle odhadů analytika Wood & Company (Hegedus, 2013) činí náklady na sklo a alkohol, jehož část si společnost produkuje sama, každé přibližně 35 až 40 % výrobních nákladů.

2.1.3 Tržní struktura odvětví

Druh tržní struktury lze rozpoznat podle počtu firem, charakteru vyráběných produktů, existence překážek vstupu do odvětví a cenotvorby (Veselá, 2011). Mikroekonomie rozděluje tržní strukturu na monopol, oligopol, monopolistickou a dokonalou konkurenci, která je pouze teoretickým modelem.

Holman (2011, p. 189) monopol definuje následovně: *„Monopol je taková tržní situace, kdy na trh daného produktu dodává jediná firma. Tato firma tedy není vystavena konkurenci jiných firem, které by dodávaly stejný nebo podobný produkt.“*

Vstupu dalších subjektů brání obtížně překonatelné překážky, díky čemuž monopol dosahuje vysokého a stabilního zisku. Příkladem monopolní tržní struktury jsou telekomunikace, železnice a utility.

Pro oligopolní tržní strukturu je typická existence několika velkých hráčů s podstatným tržním podílem a určité bariéry vstupu v podobě koncesí, patentové či kapitálové náročnosti, které však již lze překonat (Veselá, 2011). Oligopolní strukturu mívá např. finanční sektor, automobilový a těžký průmysl.

Monopolistická konkurence v sobě kombinuje prvky monopolu, jelikož pouze jedna firma vyrábí konkrétní produkty se svou značkou, a konkurence, jelikož si jsou produkty jednotlivých značek blízkými substituty (Holman, 2011). Bariéry vstupu do odvětví jsou pouze malé, díky čemuž se v něm vyskytuje velký počet společností. Monopolistickou strukturu můžeme nalézt např. v zemědělství, potravinářství a pohostinství.

Trh s alkoholem

Národní trhy s tvrdým alkoholem, v kontrastu vůči značně konsolidovanějšímu pivnímu odvětví, bývají fragmentované, což je dané samotnou fragmentací trhu s tvrdým alkoholem, která dává prostor různým firmám dominovat v jednotlivých kategoriích (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013), zatímco trh s pivem je homogennější.

2.1.4 Role regulatorních orgánů

Každému odvětví v ekonomice stát nějakým způsobem vymezuje prostor a pravidla fungování. Regulace může významným způsobem ovlivnit ziskovost odvětví, což má dopad i na akciové kurzy. Na vývoj tržeb, zisků a akciových kurzů mají největší vliv následující opatření a zásahy (Veselá, 2011):

- omezování vstupu do odvětví udělováním licencí, které napomáhá vzniku oligopolní struktury odvětví a může vytvořit předpoklad pro nadprůměrné zisky
- regulace cenotvorby, která může vést ke stabilitě tržeb a zisků
- regulatorní opatření vyvolávající dodatečné náklady firem, které je uplatňováno u odvětví s negativními externalitami
- poskytování dotací a subvencí
- preference odvětví ze strany vlády
- stanovení základních pravidel pro hospodářskou soutěž

Trh s alkoholem

Odvětví produkce alkoholu, především tvrdého alkoholu má nesporně negativní vliv na zdraví populace a veřejný pořádek. „Řada škod způsobených alkoholem postihuje jiné lidi než pijáky, uvádí zpráva pro EU (Anderson, Baumberg, & Sovinová, 2006), která mezi tyto škody zahrnuje novorozence s podprůměrnou porodní váhou, zneužívané a zanedbávané děti, oběti dopravních nehod v důsledku řízení pod vlivem alkoholu a oběti trestných činů páchaných v opilosti.

Na druhou stranu však alkohol státní pokladně přináší velké množství prostředků, ať už v podobě spotřební daně, daně z přidané hodnoty (DPH) či zdanění producentů alkoholu a jejich zaměstnanců. Poptávka spotřebitelů po alkoholu je přitom poměrně neochvějná, stát by proto měl obor regulovat citlivě, aby důsledkem přísné regulace nebyl jen rozvoj černého trhu.

Stát může snižovat spotřebu alkoholu a omezovat jím způsobené škody následujícími efektivními kroky (Běláčková, 2010):

- regulace ceny v podobě zdanění,
- omezení dostupnosti ve formě omezení počtu a typů prodejen a jejich otevírací doby,
- omezení marketingu a propagace,
- omezení dostupnosti věkem,
- stanovení limitu hladiny alkoholu v krvi řidiče a náhodné testování.

Spotřební daní je zatížen především tvrdý alkohol. Naopak tichá vína mají v řadě evropských zemí výjimku, motivovanou zřejmě ochranou domácího trhu s ohledem na rostoucí světovou konkurenci a tradiční roli vína v náboženství (Běláčková, 2010).

Na některých trzích se lze setkat s omezením nadlinkové komunikace (MediaGuru, nedatováno), tedy se zákazem masové reklamní komunikace skrze televizi, rádio, Internet, tisk a plakáty. Takový trh se potom označuje jako tzv. dark market a producenti svou reklamu soustřeďují na místo prodeje. Zákaz ztěžuje vstup nových hráčů na trh, jelikož svůj produkt nemohou podpořit výraznou marketingovou kampaní (Stock Spirits Group, 2017).

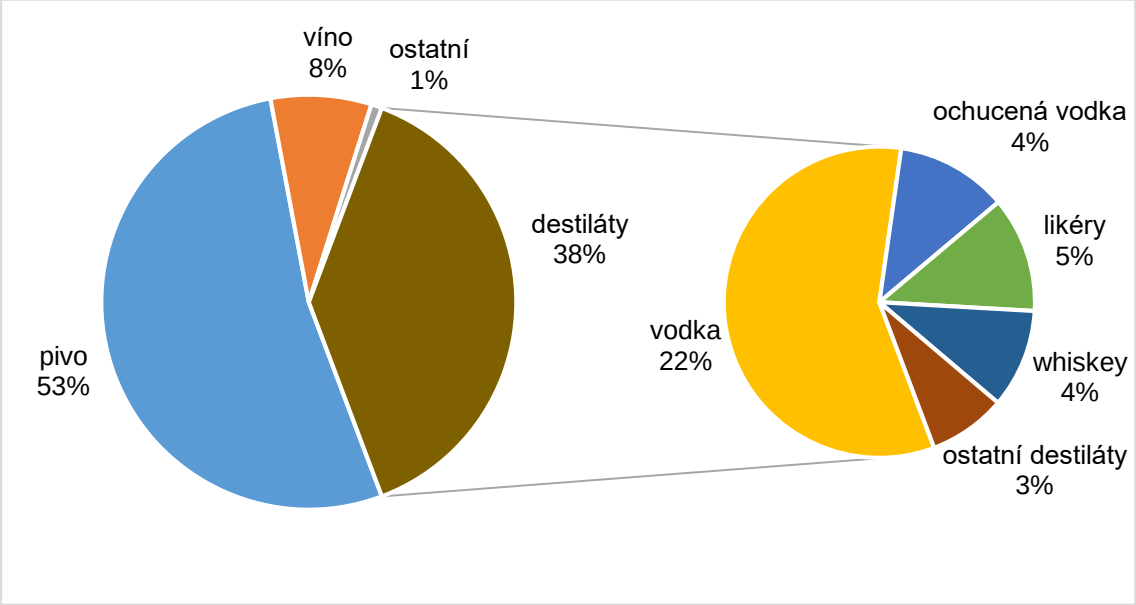
2.2 Trhy s alkoholem, na kterých Stock Spirits Group působí

Společnost Stock Spirits Group působí na řadě středo– a východoevropských trhů. Významný tržní podíl společnost dosahuje především v Polsku, České republice a na Slovensku. V Itálii patří mezi menší hráče, na řadu dalších trhů své produkty exportuje. Pozornost budu věnovat polskému, českému a italskému trhu, které tvoří téměř 90 % tržeb společnosti.

2.2.1 Polský trh

Polský trh s alkoholem měl v roce 2015 celkovou hodnotu 13,83 mld. EUR, objem čistého alkoholu činil 364 mil. litrů (Euromonitor International, 2016). Černý trh činí přibližně 10 % oficiálního trhu. Nejpopulárnější kategorií alkoholu je pivo, které zaznamenalo dramatický růst spotřeby v 90. letech. Na druhé příčce jsou destiláty, kterým dominuje vodka. Tržní podíl jednotlivých druhů alkoholu zobrazuje Graf 1. Většina vodky (93 %) pochází od domácích producentů, importují se především drahé značky (Euromonitor International, 2016). Z domácí produkce pochází také likéry a gin, v dalších kategoriích destilátů dominuje dovoz.

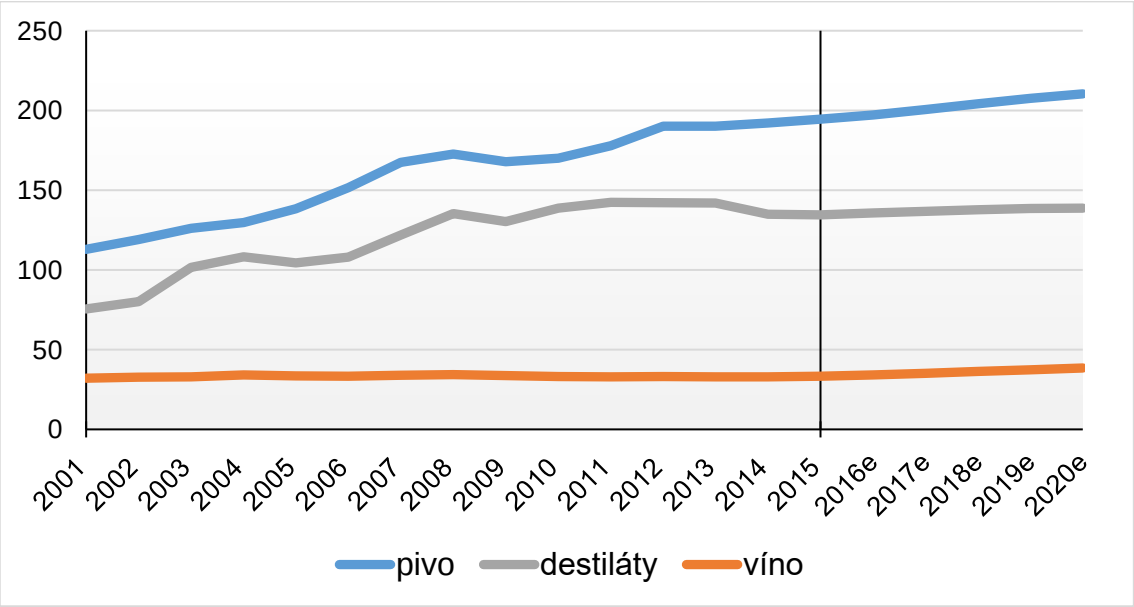
Graf 1 - Polský trh s alkoholem (2015, v % celkové hodnoty trhu)



Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Výrazné zvýšení spotřební daně z tvrdého alkoholu od ledna 2014 se odrazilo na poklesu trhu v tomto roce, viz Graf 2, a stagnaci v roce 2015, kdy se dařilo pouze některým kategoriím, např. whiskey. Oživení na trh s destiláty přinesl až rok 2016, kdy hodnota trhu s vodkou vzrostla o 3,5 %, především díky růstu ochucené vodky, a whiskey o 13,3 % (Stock Spirits Group, 2017).

Graf 2 - Vývoj polského trhu (v mil. litrů čistého alkoholu)



Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Analytici společnosti Euromonitor International očekávají (2016), že mezi nejrůstovější kategorie v dalších letech budou patřit whiskey (průměrná míra ročního růstu CAGR mezi roky 2015 a 2020 by měla činit 6,9 % u hodnoty a 8,8 % u objemu), cidery a víno. Pokles spotřebovaného objemu by měly zaznamenat ležáky a vodka (objem CAGR -0,8 %, hodnota -0,1 %), od které by spotřebitelé měli přecházet k nápojům s menším obsahem alkoholu nebo k prémiovějším destilátům, např. whiskey a brandy. Historický a očekávaný vývoj hlavních kategorií zobrazuje Tabulka 1.

Tabulka 1 - Průměrná míra ročního růstu objemu a hodnoty polského trhu (v %)

	2010-2015		2015-2020e	
	Hodnota	Objem	Hodnota	Objem
Trh s alkoholem	1,6	2,5	1,2	1,9
Pivo	0,8	2,7	0,5	1,6
Cider/Perry	--	--	30,8	31,7
Destiláty	2,2	-0,6	1,0	0,6
Víno	2,5	0,4	3,3	3,2

Zdroj: (Euromonitor International, 2016)

Prodejní kanály

Segment restaurací, barů a kaváren (tzv. on-trade segment) v roce 2015 činil 29 % hodnoty trhu s alkoholem a 16 % objemu, respektive 23 % a 8 % v případě destilátů. Poláci nejsou zvyklí pít v podnicích, hlavní překážkou jsou vysoké ceny ve většině provozoven.

Limitujícím faktorem je disponibilní příjem polských spotřebitelů, kteří jsou tak zvyklí pít dříve nakoupený alkohol doma ještě před návštěvou veřejné akce, uvádí Euromonitor International (2016). Jeho analytici očekávají, že on-trade segment poroste v dalších letech pomaleji než off-trade segment.

Polský off-trade segment, tedy segment maloobchodních řetězců, je typický vysokým podílem tradičních, menších obchodů s prodejní plochou pod 400 metrů čtverečních. Většina z nich je nezávisle vlastněná a jedná se především o rodinné podniky, což by vysvětlovalo přístup polské vlády maloobchodní dani z obratu (Tománek, 2016), zavedené v červnu 2016. Ta zvýhodňuje obchody s nízkými tržbami, které jí zatížené nejsou.

Menší maloobchodníci v roce 2015 dosáhli 52 % celkových prodejů alkoholu v off-trade segmentu, supermarkety 17 %, diskontní řetězce 14 % a hypermarkety 11 % (Euromonitor International, 2016).

Ačkoliv největší marže nabízí on-trade segment, polský trh je pro producenty alkoholu atraktivní díky velkému podílu tradičních maloobchodníků, kteří díky své roztříštěnosti mají v porovnání s řetězci malou vyjednávací sílu (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013).

V posledních letech pomalu, ale vytrvale rostou diskontní řetězce na úkor malých maloobchodníků. Diskontní řetězce se zaměřily na dovoz alkoholu, který nebyl v jiných distribučních kanálech dostupný, především na whiskey a vína, které začal prodávat za rozumné ceny. Vlivem navyšování cen, rozvoje těchto kategorií (zahrnujících také gin, brandy a tequillu) na polském trhu a rostoucích požadavků a znalostí zákazníků by však měly svou výhodu ztrácet (Euromonitor International, 2016). To potvrzují i slova výkonného ředitele společnosti Marie Brizard Wine & Spirits, Jeana-Noëla Reynauda, který v rozhovoru (Morton, 2017) řekl: *„Copak vy jdete a koupíte si Chivas Regal v Lidlu? To si nemyslím.“* To se však netýká již rozvinutého segmentu vodek, ve kterém se diskontním řetězcům i nadále daří.

Daňové a regulatorní prostředí

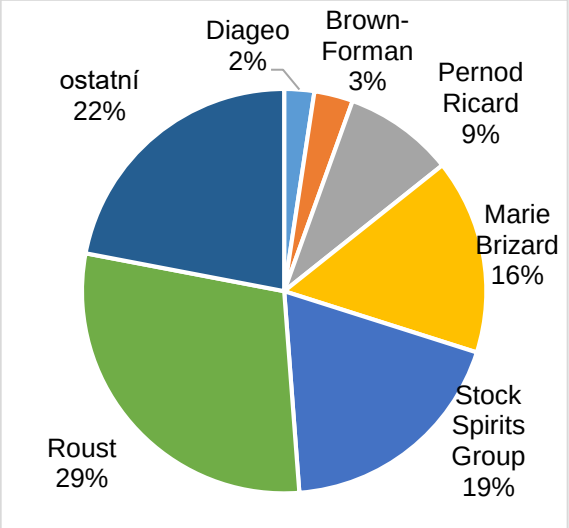
Spotřební daň z tvrdého alkoholu byla v Polsku naposledy zvýšena o výrazných 15 % od 1. ledna 2014 a od té doby činí 5704 PLN, respektive 1329 EUR za hektolitr čistého lihu, DPH činí 23 % (Evropská komise, 2017b).

Analytici J. P. Morgan poznamenávají (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013), že sice vysoké zdanění snižuje spotřebiteli poptávané množství, většinový podíl daní na výsledné maloobchodní ceně však umožňuje producentům alkoholu zvyšovat ceny bez výrazného vlivu na spotřebitele. Podle jejich tehdejších propočtů by se 10% zvýšení ceny producentů za předpokladu v absolutních čísel stabilní marže velkoobchodníka a maloobchodníka v Polsku projevilo pouze přibližně 2% zvýšením maloobchodní ceny.

Prodej alkoholu v Polsku není omezen prodejní dobou, zakázána je však reklama na tvrdý alkohol v masmédiích (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013). Pro prodej alkoholických nápojů je potřeba získat povolení a ve většině měst není povolen prodej na městských tržištích, v některých městech je pití zakázáno úplně (Česká televize, 2012). Prodej je zakázán také v průběhu masových shromáždění.

Polsko v současné době zvažuje zákaz maloobchodního prodeje v neděli. Tento zákaz práce by se primárně dotknul maloobchodu, podle analytiků (Mician & Wachelko, 2017), by však mohl zprostředkovaně vést k nižší spotřebě destilátů.

Graf 3 - Podíl největších hráčů (2015, v % objemu trhu s destiláty)



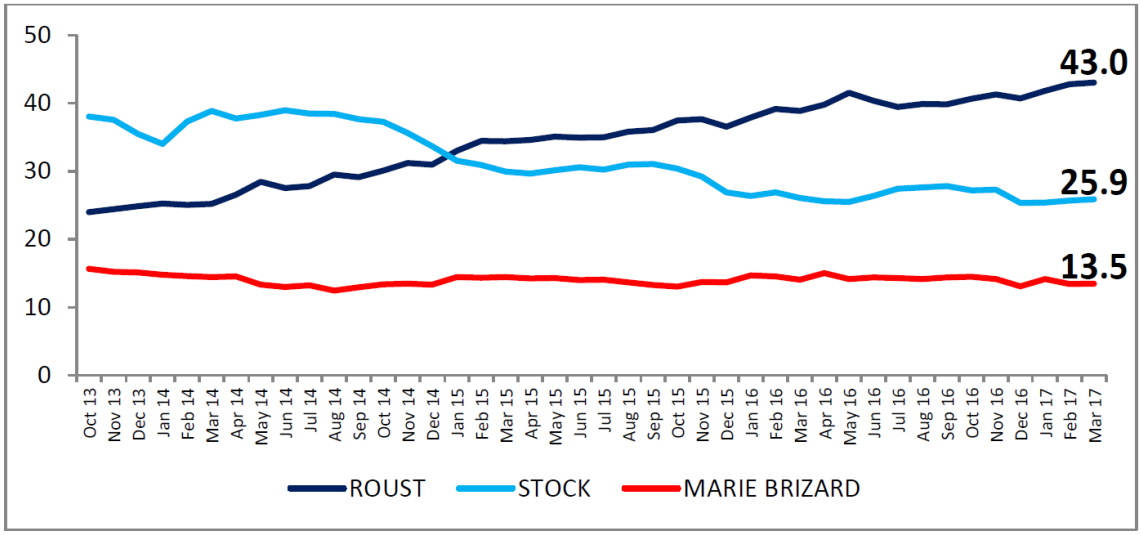
Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Nejvýznamnější hráči

Vzhledem k dominantnímu podílu vodky na polském trhu s tvrdým alkoholem je největší hráč na trhu s vodkou také největším producentem tvrdého alkoholu. Polský trh s vodkou je rozdělen mezi tři hráče – společnosti Roust, Stock Spirits a Marie Brizard. Jedničkou na trhu je od ledna 2015 společnost Roust, která na polském trhu působí pod jménem CEDC International.

Příčinu ztráty prvenství společnosti Stock Spirits Group je však potřeba hledat o rok dříve, kdy došlo ke zvýšení spotřební daně. Zatímco společnost Stock Spirits Group navýšila ceny v souladu se zvýšením spotřební daně a strategií premiumizace (Stock Spirits Group, 2015), konkurenti ceny zvýšili méně a postupně přistoupili k jejich snížení. Konkurenti v té době také úspěšně uvedli nové produkty a diskontní řetězce získávaly tržní podíl na úkor dalších typů řetězců a tradičních maloobchodníků.

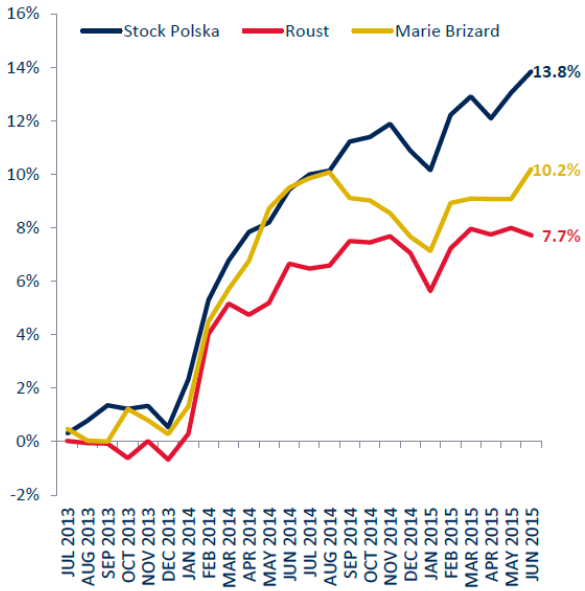
Graf 4 - Vývoj tržního podílu hlavních společností na trhu s vodkou (v % hodnoty)



Zdroj: (Amaral, 2017)

Společnost Stock Spirits Group se přitom dlouhodobě zaměřuje právě na tradiční maloobchod a do diskontních řetězců dodává méně oproti konkurenci. Situaci zhoršila i ztráta distribučního kontraktu se společností Eurocash, přes kterou Stock Spirits Group dodává tradičnímu segmentu, na několik měsíců na konci roku 2014 (Mician & Wachelko, 2017).

Graf 5 - Index průměrné maloobchodní ceny vodky



Zdroj: (Stock Spirits Group, 2015)

Vítězem tohoto souboje se stala společnost Roust díky agresivní cenové politice, úspěšným novým produktům a navýšení počtu pokrývaných tradičních obchodů (Mician & Wachelko, 2017).

Společnost Stock Spirits Group výrazněji zareagovala až na začátku roku 2016, kdy spolu s výsledky za rok 2015 představila přehodnocení své strategie (Stock Spirits Group, 2016). Asi nejvýznamnějšími oznámenými kroky bylo snižování cen a úmysl navýšit podíl v diskontních řetězcích. Další pilíře strategie měly vést k vyšší efektivitě výroby i prodeje.

V závěru roku 2016 přistoupily ke snižování cen všechny tři hlavní společnosti na polském trhu, Stock Sprits Group však nejvýrazněji. Ceny jejích hlavních produktů tak na konci roku byly mezi nejagresivnějším Roustem a o něco dražší Marií Brizard.

Podle analytiků Wood & Company společnost Stock Spirits Group s ohledem na ochranu hodnoty svých značek není ochotná dorovnat ceny Roustu. Snižování cen se tak negativně projeví na maržích, aniž by bylo dostatečně agresivní k získání ztraceného tržního podílu (Mician & Wachelko, 2017). Viditelným výsledkem je zatím pouze stabilizace tržního podílu, Roust však roste dál. Stock Spirits Group tak podle nich bude ceny snižovat i v dalších letech.

Z dlouhého spánku se zřejmě probouzí také společnost Marie Brizard, která v listopadu 2016 oznámila (2016) rozšíření strategického partnerství s velkodistributorem Eurocash. Ten exklusivně distribuuje produkty společnosti v tradičním maloobchodu od ledna 2017. Cílem je posílení značky vodky Krupnik a whiskey William Peel v Polsku. Analytici očekávají (Mician & Wachelko, 2017), že si společnost Marie Brizard ukrojí z tržního podílu společností Stock Spirits Group, Roust ale i zbylých malých hráčů na trhu. Její tržní podíl by tak měl do roku 2020 vzrůst nad 20 %, Stock Spirits Group se bude držet pod 26 % a podíl Roustu klesne na necelých 37 %.

Tento distribuční kontrakt zatím k růstu tržního podílu nevedl, krátkodobě se však projevil na poklesu tržeb společnosti na konci roku, když odběratelé před začátkem platnosti nového distribučního kontraktu snižovali své zásoby (Morton, 2017). Tento efekt spolu s cenovým tlakem a posunutím Velikonoc společnost jmenuje jako příčiny meziročního poklesu organických tržeb v Polsku o 7,3 % i v prvním čtvrtletí (Marie Brizard Wine & Spirits, 2017).

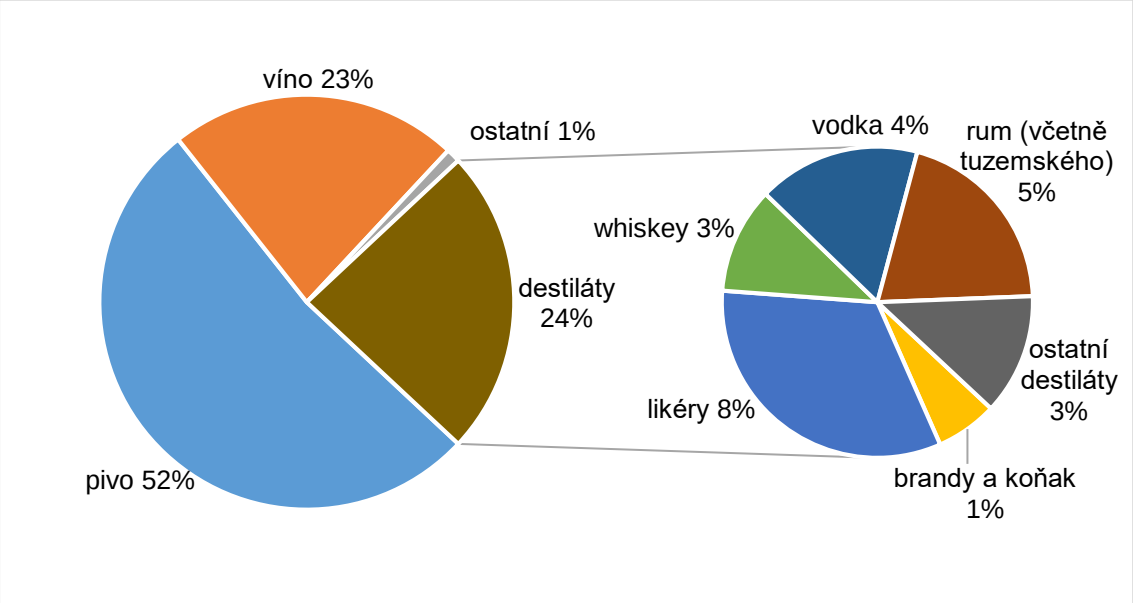
Společnost Marie Brizard, která spolu s destiláty prodává také víno, má do roku 2018 celosvětově i v Polsku velké plány. V roce 2018 by v Polsku celkově chtěla utržit 102 mil. EUR (Marie Brizard Wine & Spirits, 2016), v loňském roce přitom její polské tržby činily jen 64 mil. EUR (Marie Brizard Wine & Spirits, 2017). Společnost neuvádí, jakou část by jí mělo přinést víno a jakou destiláty, na trhu s vodkou a destiláty se však uvolnění konkurence očekávat nedá. Marie Brizard plánuje do konce roku 2017 v Polsku uvést do provozu vlastní destilérku, což by jí mělo přinést úspory. Očekávám, že Marie Brizard je využije ke snížení cen.

Silná slova přichází také od společnosti Roust, jejíž management několikrát zopakoval, že společnost disponuje dostatečnou rezervou na úrovni EBITDA a tržní silou, aby odpověděla na snižování cen ze strany společnosti Stock Spirits Group. V prezentaci k výsledkům za třetí čtvrtletí 2016 uvádí (Roust Corporation Group, 2016), že je společnost největším hráčem v každém distribučním kanálu a nedávno se stala lídrem i v malých baleních. Snímek prezentace věnovaný Polsku zakončuje slovy: *„Budeme bránit naši vedoucí pozici.“*

2.2.2 Český trh

Český trh s alkoholem měl v roce 2015 celkovou hodnotu 4,28 mld. EUR, objem čistého alkoholu činil 126 mil. litrů (Euromonitor International, 2016). Černý trh měl před metanolovou aférou podle odhadů dosahovat třetinu trhu, podle posledních údajů (Kütner, 2017) činí jen přibližně 8 %. Pro český trh je typická velká popularita piva, podíl destilátů a vína je přibližně stejný. Oproti Polsku českému trhu s destiláty nedominuje jedna kategorie. Populární jsou bylinné likéry a tuzemský rum. Tržní podíl jednotlivých druhů alkoholu zobrazuje Graf 6. V roce 2012 bylo 22 % destilátů importovaných (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013).

Graf 6 - Český trh s alkoholem (2015, v % celkové hodnoty trhu)

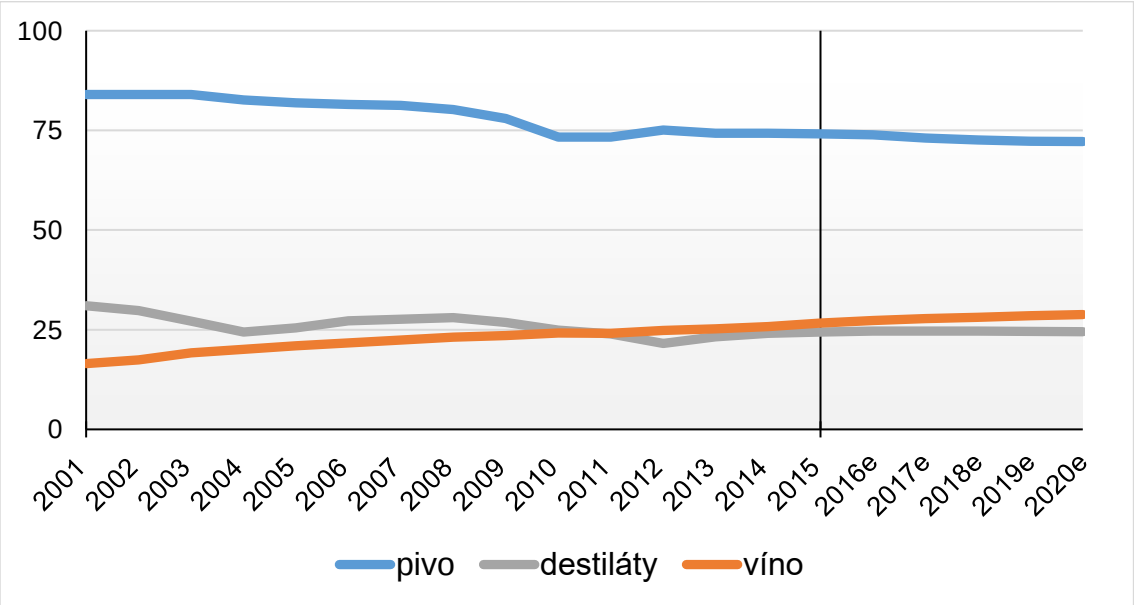


Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Spotřeba piva zaznamenává dlouhodobý pokles. Spotřeba tvrdého alkoholu, především vodky a tuzemáku, byla v roce 2012 zasažena metanolovou aférou, poté se však vzpamatovala, viz Graf 7. Tato krize zasáhla především levné značky, po obnovení prodeje se lidé přiklonili ke známým a důvěryhodným značkám, zní z vedení společnosti Stock Spirits Group (Kütner, 2017) ale i Jelínek Group (Adamcová, 2017).

V roce 2015 vzrostly objemy všech hlavních kategorií vyjma piva. Vyšší spotřebu zaznamenaly především cidery a víno. Z destilátů se dařilo pravému rumu (objem vzrostl o 5,6 %, hodnota o 3,6 %). Růst hodnoty i objemu trhu s destiláty hlásí společnost Stock Spirits Group (2017) i za rok 2016.

Graf 7 - Vývoj českého trhu (v mil. litrů čistého alkoholu)



Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Jak ukazuje Tabulka 2, v dalších letech analytici Euromonitor International (2016) očekávají mírný pokles spotřeby alkoholu v ČR, zpomalit by měl i růst ciderů. Trend premiumizace u všech druhů alkoholu by měl pokračovat, řada na cenu citlivých spotřebitelů se však bude snažit koupit značkové produkty v akci. V oblasti destilátů by mělo více Čechů vyhledávat kvalitní domácí a importované značky a zvyšovat svůj zájem o destiláty s nižším obsahem alkoholu a s různými příchutěmi. Růst by měla spotřeba pravého rumu (CAGR +1,9 %), ovšem tržby pouze o 0,3 % ročně. Mírný pokles spotřeby by měly zaznamenat likéry, tuzemské rumy a borovička, s poklesem hodnoty o 1,2 %, respektive 1,6 a 1,7 % ročně.

Tabulka 2 - Průměrná míra ročního růstu objemu a hodnoty českého trhu (v %)

	2010-2015		2015-2020e	
	Hodnota	Objem	Hodnota	Objem
Trh s alkoholem	-0,4	0,4	-0,4	-0,1
Pivo	-0,7	0,1	-1,2	-0,5
Cider/Perry	146,0	177,1	13,0	15,1
Destiláty	-2,0	-0,4	-0,7	0,1
Víno	2,1	2,1	1,5	1,5

Zdroj: (Euromonitor International, 2016)

Prodejní kanály

V segmentu restauračních zařízení se oproti Polsku vypije větší podíl alkoholu. On-trade segment v roce 2015 zastával 38 % objemu a 51 % hodnoty trhu s alkoholem, respektive 21 % a 44 % u destilátů. Trend růstu domácí spotřeby alkoholu pokračoval i v roce 2015. Analytici Euromonitor International poznamenávají (2016), že Češi častěji doma pijí kvalitnější destiláty. K vyšší domácí spotřebě alkoholu na úkor on-trade segmentu by měl přispět také zákaz kouření v restauračních zařízeních (Stock Spirits Group, 2017). Projevit by se měla také elektronická evidence tržeb (EET).

O více než 34 % prodejů alkoholu v off-trade segmentu se v roce 2015 postaraly hypermarkety, 24 % dosáhly menší maloobchody, 19 % diskontní řetězce a 12 % supermarkety. Specializované obchody dosáhly 10 %. Zajímavé je, že zatímco v Polsku podíl diskontních řetězců mezi roky 2010 a 2015 výrazně vzrostl, v České republice je stabilní.

Daňové a regulatorní prostředí

Spotřební daň z tvrdého alkoholu od roku 2010 vyjma pěstitelského pálení činí 28500 Kč, respektive 1055 EUR za hektolitr čistého lihu, sazba DPH je stanovena na 21 % (Evropská komise, 2017b).

„Česká republika je v otázce reklamy na alkohol v evropském měřítku zatím nejbenevolentnější,“ uvedl v rozhovoru (Plechatová, 2014) Jaroslav Haž ze společnosti Jan Becher – Karlovarská Becherovka. Jeho kolega, Marek Grabovský, však dodal, že se společnost v marketingu věnuje digitálním kanálům, jelikož i v ČR hrozí dark market jako v Polsku. Reklamy nesmí vyzývat k nadměrné spotřebě alkoholu a zesměšňovat abstinenty (Euromonitor International, 2016).

V prosinci 2016 byla spuštěna elektronická evidence tržeb, ke které se v červnu 2017 přidá zákaz kouření v restauracích a barech. Společnost Stock Spirits Group očekává (2017), že obě regulatorní změny povedou k přesunu spotřeby do off-trade segmentu, což by mělo mít negativní vliv na marži, a k uzavření některých provozoven. Přesun spotřeby prohloubí i zvýšení cen v důsledku EET.

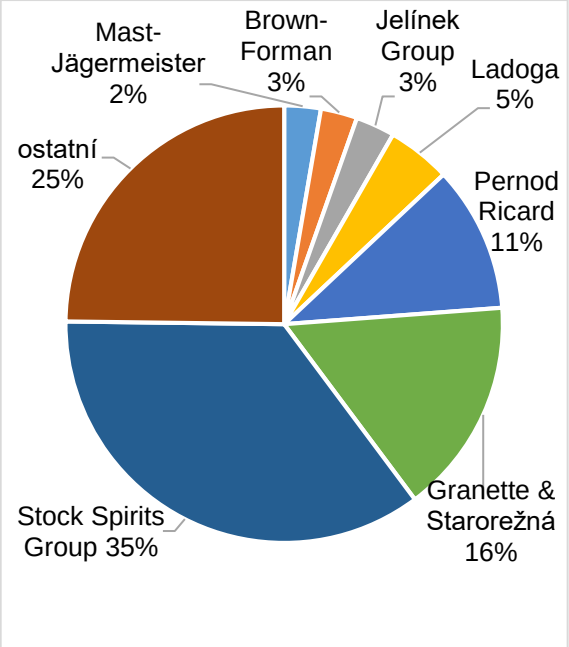
Metanolová aféra z roku 2012, během které zemřelo několik desítek lidí, vedla ke zpřísnění regulace. Ministerstvo financí např. v prosinci 2013 zavedlo kolky s QR kódy, registraci producentů, importérů a velkoobchodníků s alkoholem a omezilo maximální velikost balení na jeden litr z dosavadních šesti (Euromonitor International, 2016).

Nejvýznamnější hráči

Jednička na trhu s destiláty v České republice je společnost Stock Spirits Group díky dominantnímu postavení na trhu s bylinnými likéry, rumem a vodkou. Známé jsou především značky Fernet Stock, Božkov a Amundsen. Dvojkou je společnost Granette & Starorežná, která v únoru změnila (2017) název na Palírna U Zeleného stromu.

Jejími hlavními značkami jsou Blend 42, Stará mysliveská a Hanácká vodka. Spolu se změnou jména oznámila rekordní tržby 1,416 mld. Kč a úmysl je v letošním roce navýšit o 8,9 %. Třetím největším hráčem na českém trhu je společnost Pernod Ricard, která vlastní likérku Jan Becher – Karlovarská Becherovka.

Graf 8 - Podíl největších hráčů (2015, v % objemu trhu s destiláty)



Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Privátní značky měly ještě v roce 2015 pouhé 1 % prodaných objemů kvůli nedůvěře spotřebitelů k levnějším značkám (Euromonitor International, 2016). Analytici (Mician & Wachelko, 2017) však ve své analýze z února 2017 píší, že se společnost Stock Spirits Group dostala pod cenový tlak privátních značek řetězců Lidl, Kaufland a dalších. Cenovou sílu producentů alkoholu omezuje také fragmentace trhu (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013).

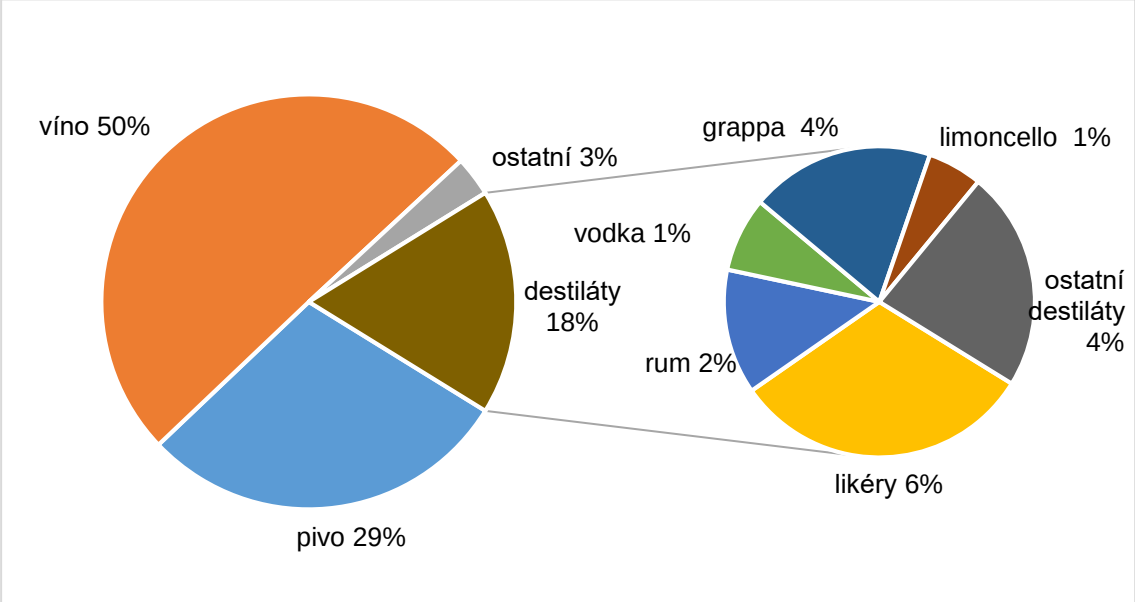
Cenová konkurence je tak jedna z příčin trendu snižování obsahu alkoholu, respektive uvádění nových variant s jeho nižším obsahem, které výrobcům přináší úsporu především na spotřební dani.

Společnost Stock Spirits Group na tento trend a hrozící komoditizaci loni zareagovala mimo jiné uvedením značky Božkov Tradiční, který má oproti vlajkovému tuzemskému rumu Božkov Originál nižší obsah alkoholu. To v loňském roce vyústilo (Stock Spirits Group, 2017) v meziroční pokles podílu na trhu s destiláty z 35 % na 32,1 % hodnoty. Tento pokles však byl vyvážen růstem hodnoty značky a ziskovosti. Rozdělení by mělo společnosti uvolnit ruce k premiumizaci značky Božkov Originál. Společnost usiluje o lepší vnímání celé značky Božkov, což ilustruje i reklama (Božkov Stock, 2016) na taktéž loni uvedený Božkov Bílý, ve které se host v baru udiveným hlasem zdvořile táže vedle popíjejícího herce Jiřího Macháčka, zda pije Božkov. Ten mu bez mrknutí oka odpovídá: *„No. Ty ne?“* Načež s úsměvem dodává: *„Popoplujem.“*

2.2.3 Italský trh

Italský trh s alkoholem měl v roce 2015 celkovou hodnotu 30,09 mld. EUR, objem čistého alkoholu činil 415,8 mil. litrů. Italský trh s alkoholem je typickým středozemským trhem s vysokým podílem vína a domácích tradičních likérů a dalších destilátů, viz Graf 9. Za svou silnou pozici vděčí víno velké domácí produkci a svému spojení s italskou kuchyní. Spotřeba alkoholu je v Itálii často spojena s jídlem. Velmi populární je pití aperitivů před večeří, což dokládá i fakt, že řada celosvětově známých aperitivů pochází právě z Itálie.

Graf 9 - Italský trh s alkoholem (2015, v % celkové hodnoty trhu)

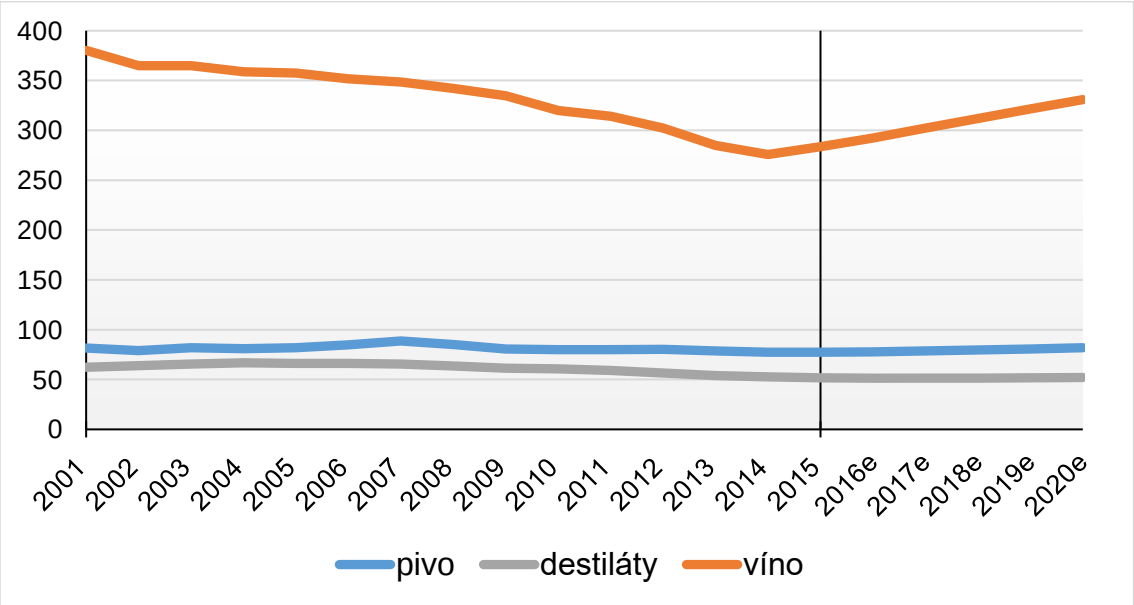


Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Pivo a destiláty dlouhodobě stagnují, a zatímco pivo by mělo podle údajů Euromonitor International (2016) díky zájmu o produkci minipivovarů růst rychleji než trh, destiláty by měly i nadále stagnovat. U vína se očekává oživení, ukazuje Graf 10.

Trh s destiláty v roce 2016 vzrostl o 0,7 % na objemu a o 2,3 % na hodnotě, dařilo se whiskey, ginu a aperitivům (Stock Spirits Group, 2017). Řada kategorií ztrácela a společnost očekává, že pokles ochucené vodky bude pokračovat i v letošním roce.

Graf 10 - Vývoj italského trhu (v mil. litrů čistého alkoholu)



Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Tabulka 3 - Průměrná míra ročního růstu objemu a hodnoty italského trhu (v %)

	2010-2015		2015-2020e	
	Hodnota	Objem	Hodnota	Objem
Trh s alkoholem	-1,6	-1,7	1,9	2,3
Pivo	0,0	-0,7	2,1	1,1
Cider/Perry	--	--	8,2	6,5
Destiláty	-4,3	-3,2	0,3	0,1
Víno	-0,9	-2,4	2,6	3,2

Zdroj: (Euromonitor International, 2016), zpracování autor

Prodejní kanály

Italský trh je rozvinutý západoevropský trh s vysokým podílem spotřeby alkoholu v restauračních zařízeních, což odráží vyšší životní standard, teplejší klima a s ním spojené spotřebitelské návyky. Podíl on-trade segmentu v roce 2015 činil 69 % hodnoty a 35 % spotřeby alkoholu, respektive 86 % a 52 % v případě destilátů (Euromonitor International, 2016).

Problémem Itálie je však dlouhodobá stagnace ekonomiky a 40% míra nezaměstnanosti mladých Italů, která ovlivňuje jejich spotřební chování a omezuje spotřebu v on-trade segmentu (Stock Spirits Group, 2017).

Off-trade segment je dominován supermarkety s 37% podílem a supermarkety s 28 % v roce 2015 (Euromonitor International, 2016). Dalších 9 % připadlo diskontním řetězcům, po 8 % potom specializovaným obchodům a drobným maloobchodníkům.

Daňové a regulatorní prostředí

Spotřební daň z tvrdého alkoholu v roce 2017 činí 1035,52 EUR za hektolitr čistého lihu (Evropská komise, 2017b), sazba DPH je stanovena na 22 % (Evropská komise, 2017a). Itálie původně plánovala od 1. ledna 2017 navýšit spotřební daň o 24 %, italská vláda však v prosinci odložila zvýšení na rok 2018 (Stock Spirits Group, 2017).

Reklama v médiích je povolená, ovšem tvrdě regulovaná – omezeny jsou např. vysílací časy reklam v televizi (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013).

Nejvýznamnější hráči

Italský trh s destiláty je vysoce fragmentovaný a nedošlo k němu zatím ke konsolidaci jako na dalších západních trzích (Stock Spirits Group, 2017).

Společnost Stock Spirits Group je lídrem v segmentech limoncello a ochucené vodky a druhým největším producentem brandy. Celkově byla společnost Stock Spirits Group až čtvrtým největším hráčem na trhu s 4,4% podílem. Campari Milano je lídr s 19,5 %, následovaný společnostmi Pernod Ricard (8,0 %) a Diageo (7,0 %).

Analytici J. P. Morgan ve své analýze (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013) uvedli, že vzhledem k fragmentovanosti italského trhu s destiláty se dají očekávat snahy o konsolidaci trhu, není však jasné, zda se společnost Stock Spirits Group bude svého italského byznysu zbavovat, nebo ho naopak akvizicí posilovat.

3 Firemní fundamentální analýza

Firemní fundamentální analýza obrací svou pozornost k samotné analyzované společnosti a má za cíl identifikovat podstatné firemní fundamentální charakteristiky a faktory, které se společnosti týkají, ovlivňují ji a určují její hodnotu (Veselá, 2011). Musílek (2011) jako nejdůležitější podnikový měřitelný kurzotvorný faktor uvádí zisk společnosti. Analytik zkoumá hospodaření společnosti a s pomocí poznatků z globální a odvětvové fundamentální analýzy vytváří projekci hospodaření v budoucích letech.

Konečným výsledkem firemní fundamentální analýzy je ocenění společnosti a vydání investičního doporučení, kterému se věnuji v další kapitole.

3.1 Profil společnosti, strategie a vize

Skupina Stock Spirits Group se zabývá produkcí a distribucí tvrdého alkoholu. Působí především v Polsku, České republice a na Slovensku, v menší míře také v Itálii, Chorvatsku, Bosně a Hercegovině. Část produkce společnosti jde také na export na desítky světových trhů. Společnost by chtěla expandovat i do řady dalších okolních trhů.

Cílem společnosti je stát se předním producentem destilátů ve střední a východní Evropě, čehož chce dosáhnout růstem prodejů svých i distribuovaných značek, vývojem nových produktů a expanzí na další trhy.

Společnost věří, že v regionu střední a východní Evropy a v některých dalších evropských zemích existuje řada akvizičních příležitostí, o které nemají lokální či mezinárodní hráči zájem. Společnost deklaruje zájem nakupovat aktiva na stávajících a nových trzích a zaměření na transakce „transformačního charakteru“ spíše než menší tzv. bolt-on akvizice (Stock Spirits Group, nedatováno)

Od IPO do současné doby však společnost realizovala pouze jednu transakci, když na konci roku 2016 převzala značky Pražská vodka, Nordic Ice a Dynybyl od společnosti Bohemia Sect za 5 mil. EUR (Tománek, 2016). To však bylo příkladem menší transakce, kdy by akvizice a přesunutí produkce měly vést ke konzistentnější kvalitě a úsporám (Stock Spirits Group, 2017) než k transformaci. I to však odpovídá dalšímu bodu strategie společnosti – vyššímu vytížení výrobních kapacit, do kterých společnost v minulých letech investovala.

V současné době se Stock zaměřuje na zlepšení situace na polském trhu. V nejbližší době proto plánuje menší akvizice, i kvůli odporu Luise Amarala vůči větším akvizicím. Přebytečnou hotovost loni vyplatila akcionářům ve formě mimořádné dividendy (Spousta, 2016).

Společnost očekává, že bude v budoucnosti těžit z trendu tzv. premiumizace, kdy se spotřebitelé díky příjmům konvergujícím k západní Evropě (Stock Spirits Group, nedatováno) přesouvají k dražším značkám, u kterých má likérka obvykle vyšší marži.

3.2 Historie společnosti

Historie skupiny Stock Spirits Group sahá do roku 2007, kdy investiční společnost Oaktree Capital Management koupila a v roce 2008 sfúzovala společnosti Eckes a Stock s polskou společností Polmos Lublin, kterou koupila v roce 2006 (Stock Spirits Group, nedatováno).Ta byla tehdy v Polsku třetím největším hráčem s podílem na trhu s vodkou pod 10 %, na konci roku byl Stock díky organickému růstu dominantním hráčem s 38% podílem (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013).

V roce 2009 společnost začala s distribucí importovaných značek v Chorvatsku a Bosně a Hercegovině. V roce 2012 došlo k akvizici slovenské společnosti Imperator (nyní Stock Slovensko) a německé destilérky Novel Ferm, která byla později přejmenována na Baltic Distillery. V roce 2013 vstoupily akcie společnosti na kapitálový trh. Rok 2015 přinesl otevření nového logistického centra v polském městě Lublin.

Tradice společnosti však sahá až do roku 1884, kdy Lionello Stock se svým partnerem Carlem Camisim založili v italském přístavu Terst společnost Camis & Stock, která se ve dvacátých letech minulého století stala jednou z největších společností svého druhu na evropském kontinentu. V roce 1920 koupila společnost lihovar v plzeňském Božkově (Stock Plzeň, nedatováno), kde je od roku 1927 vyráběn ikonický Fernet Stock.

Výroba v Terstu probíhala až do roku 2012, kdy ji převzal právě plzeňský, původně dceřiný závod (iDnes.cz, 2012). Do skupiny Stock Spirits Group se božkovský lihovar dostal právě skrze společnost Eckes.

Delší historii mají také polské značky skupiny, značka Żołądkowa Gorzka vznikla v roce 1950 dle receptu z 19. století.

3.3 Vývoj hospodaření

Přibližně polovina tržeb společnosti Stock Spirits Group pochází z Polska, čtvrtina z České republiky a osmina z Itálie. Zbývající osmina tržeb připadá na ostatní trhy, které zahrnují Slovensko, Chorvatsko, Bosnu a Hercegovinu, exportní trhy a destilérku v Německu.

Hospodaření společnosti je proto citlivé na vývoj na polském trhu, kde se dostala pod silný tlak po zvýšení spotřební daně od roku 2014 o 15 %. Toto zvýšení spotřební daně bylo očekávané, část zákazníků proto nakupovala již s předstihem v roce 2013. Došlo tak k přesunu asi 6 % tržeb z roku 2014 do roku 2013 (Stock Spirits Group, 2015).

Zvýšení spotřební daně nejenže omezilo nákupy polských spotřebitelů, ale odstartovalo cenovou válku, během které konkurenční společnost Roust byla postupně schopná vstřebat zvýšení spotřební daně do své marže. Společnost Stock Spirits Group se oproti tomu snažila držet marže na úkor tržního podílu.

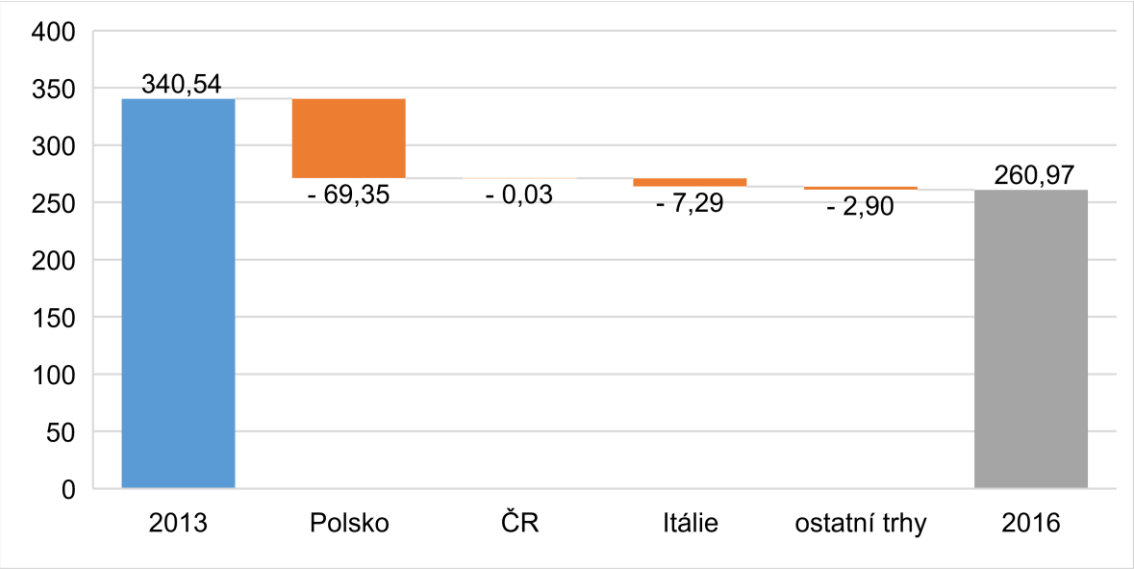
Příčinou poklesu tržeb celé společnosti mezi roky 2013 a 2016, který ilustruje Graf 11, je právě ztráta prvenství na polském trhu s výrazným poklesem tržeb z Polska především v prvních dvou letech. Nižší prodejní objemy vedly k poklesu marží, na které nyní doléhá i zapojení společnosti do cenové války od začátku roku 2016.

V Itálii se společnost potýká s poklesem zájmu o tvrdý alkohol, který prohloubila ekonomická krize a zvyšování spotřební daně, přičemž další navýšení je plánováno od roku 2018. Ačkoliv společnost v Itálii stagnuje, drží si stabilní marži.

Tržby společnosti v České republice jsou stabilní, díky změnám produktového mixu se však společnosti daří navyšovat hrubý provozní zisk. Marže společnosti v ČR je tak v současnosti nejvyšší v rámci skupiny.

Beze změny se drží také tržby z ostatních trhů, ze kterých má společnost vzhledem k malé tržní síle nejnižší marži. Tu se jí však podařilo v posledních čtyřech letech zdvojnásobit.

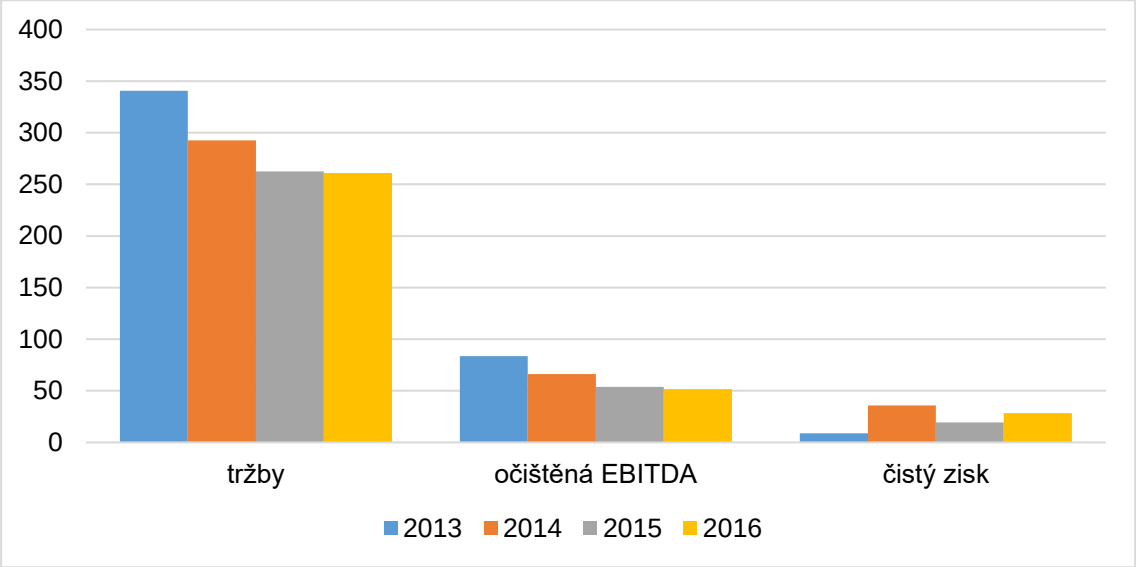
Graf 11 - Změna tržeb v jednotlivých zemí mezi roky 2013 a 2016 (v mil. EUR)



Zdroj: (Stock Spirits Group, 2017), zpracování autor

Vývoj hrubého provozního zisku EBITDA po očištění odráží změnu tržeb. Čistý zisk je výrazně ovlivněn finančními, korporátními a dalšími náklady. Růst v roce 2014 je daný absencí nákladů spojených především se vstupem na burzu. Na čistém zisku v roce 2015 se negativně projevil pokles provozního zisku a finančních výnosů. Růst čistého zisku v roce 2016 je dán refinancováním dluhu, které vedlo k výraznému poklesu nákladů na jeho obsluhu, a nižšími korporátními náklady, které klesly v návaznosti na uzavření kanceláří ve Švýcarsku a další úsporné kroky.

Graf 12 - Vývoj tržeb, očištěného hrubého provozního zisku a čistého zisku v letech 2013 až 2016 (v mil. EUR)



Zdroj: (Stock Spirits Group, 2017), zpracování autor

3.4 Corporate governance

Pochybnosti o úrovni corporate governance ve mně vyvolává přístup managementu ke zveřejňování výsledků, který považuji za netransparentní a nekonzistentní. Zatímco v letech 2014 a 2015 společnost za 1Q zveřejnila pouze stručnou tiskovou zprávu bez výsledků hospodaření, za 1Q 2016 zveřejnila informace o vývoji tržeb a očištěného hrubého provozního zisku. To by samo o sobě bylo pozitivní, v té době se však blížila valná hromada, společnost byla pod silným tlakem aktivistického akcionáře a čísla ukazovala vzhledem k „extrémně slabému“ 1Q 2015 (Stock Spirits Group, 2015) výrazné zlepšení hospodaření.

Zprávu za 3Q se naopak společnost rozhodla v roce 2016 vynechat a zrušila také plánovaný investorský den, což v kontextu let 2014 a 2015, kdy se akcie společnosti po zprávách za 3Q nebo ziskových varováních vždy výrazně propadly, nestaví management do pozitivního světla. Od výsledků za první polovinu roku 2016, které společnost zveřejnila v srpnu, do března 2017, kdy společnost zveřejnila výsledky za celý rok 2016, investoři neměli žádné oficiální informace o hospodaření společnosti s výjimkou slovního zhodnocení hospodaření z ledna bez jakýchkoliv čísel.

Domnívám se, že se v roce 2016 mohla opakovat podobná situace jako v roce 2015. Management tehdy v listopadu vydal profit warning, jelikož objednávky hlavních zákazníků v Polsku na klíčovou vánoční sezónu neodpovídaly předpovědím společnosti a management nevěřil, že by je společnost dohnala v prosinci. Část zákazníků nakonec své objednávky uskutečnila až v prosinci, společnost tak v lednu uvedla, že se výsledky budou pohybovat na horní hraně listopadového výhledu (Stock Spirits Group, 2016).

Situace je o to zajímavější, že v polovině prosince 2016 oznámil nákup 8,1% podílu Luis Amaral (Spousta, 2015), největší akcionář a výkonný ředitel polské distributorské společnosti Eurocash, která je zároveň největším zákazníkem společnosti Stock Spirits Group. Amaral svůj podíl v likérce drží skrze společnost Western Gate Private Investments. Oddělení vztahů s investory společnosti Eurocash uvedlo, že se jedná o Amaralovu soukromou investici, do které není společnost zapojena.

Luis Amaral ve společnosti vystupuje jako aktivistický akcionář. Amaral po společnosti mimo jiné požaduje přesun sídla z Velké Británie do Polska, kritizuje počet členů a výši odměn členů správní rady a staví se proti akvizicím.

Jedná se samozřejmě o mé domněnky a teorie, management společnosti Stock Spirits Group by jim však snadno mohl učinit přítrž, pokud by konzistentně a pravidelně zveřejňoval výsledky hospodaření společnosti a nenutil tak investory, aby informace o jeho vývoji čerpali jen z reportů konkurence a aktivistického akcionáře. Na druhou stranu vrcholový management v minulosti opakovaně kupoval akcie společnosti, což je minimálně signál, že chce být na jejích výsledcích více zainteresovaný.

3.5 Dividendová politika

Akciové společnosti mají po splnění zákonných povinností v zásadě dvě možnosti, jak naloží se svým čistým ziskem – reinvestovat ho, nebo ho prostřednictvím dividend (nebo zpětného odkupu akcií z trhu) rozdělit akcionářům.

Společnosti v růstové fázi svého životního cyklu obvykle dividendy nevyplácí, jelikož nedisponují přebytečnými prostředky a ani akcionáři výplatu nepožadují, pokud akcie společnosti nabízí vyšší zhodnocení než alternativní investice. Dospělé, zralé společnosti již takový růst nenabízí, případně návratnost jejich kapitálu je nižší než náklady na něj, přebytečné prostředky tak ve formě dividendy vyplácí akcionářům.

Dividenda je obvykle vyplácena v hotovosti, můžeme se však setkat i s dalšími formami, např. ve formě nových akcií, dluhopisů či v podobě nepeněžního majetku (Marek, 2000).

Pro větší transparentnost a předvídatelnost může společnost se stabilními zisky deklarovat dividendovou politiku, tedy souhrn pravidel, který podmiňuje výplatu dividendy a určuje její výši a další parametry výplaty. Výše dividendy je často určena tzv. výplatním poměrem, podílem dividendy vůči čistému zisku, nebo cash flow. Evropské společnosti většinou dividendu vyplácí jednou ročně, americké čtvrtletně.

Dividendová politika společnosti Stock Spirits Group

Společnost Stock Spirits Group při vstupu na burzu deklarovala (Stock Spirits Group, nedatováno) progresivní dividendovou politiku a záměr, za předpokladu dostatečného množství prostředků v době výplaty, ročně vyplatit přibližně 35 % upravených čistých volných hotovostních toků (Net FCF). Společnost dividendu vyhlašuje v eurech, ale vyplácí v britských librách.

Společnost celkovou dividendu za daný hospodářský rok rozděluje na předběžnou a finální s tím, že předběžná dividenda činí přibližně třetinu celkové vyplacené částky za daný fiskální rok.

Tabulka 4 - Dividendová historie společnosti Stock Spirits Group

Typ	Výplatní den	Výše v €
Předběžná 2014	26.09.2014	0,0125
Finální 2014	29.05.2015	0,0250
Předběžná 2015	25.09.2015	0,0125
Finální 2015	27.05.2016	0,0455
Speciální 2016	27.07.2016	0,1190
Předběžná 2016	23.09.2016	0,0227
Finální 2016	26.05.2017	0,0545

Zdroj: (Bloomberg, 2017), zpracování autor

Management při vyhlašování dividendové politiky zřejmě počítal s tím, že společnost bude realizovat plánované akvizice v rámci expanzivní strategie, proto výplatní poměr stanovil poměrně konzervativně a svázal ho s hotovostními toky. Od IPO však společnost žádnou akvizici s výjimkou menšího nákupu několika značek v ČR v říjnu 2016 (Tománek, 2016) nerealizovala.

V dubnu 2016 v odpovědi aktivistickému akcionáři Western Gate Private Investments (Stock Spirits Group, 2016) společnost přislíbila, že v případě, že se jí v nejbližší době nepodaří realizovat smysluplnou akvizici, správní rada zváží nejvhodnější formu návratu přebytečného kapitálu akcionářům. Zároveň uvedla, že řešení problémů v Polsku je její první prioritou, dokud neuvidí pozitivní výsledky uskutečněných opatření. V červnu tak oznámila výplatu mimořádné dividendy se záměrem akcionářům vyplatit plnou výši volného hotovostního toku za rok 2016. Předseda správní rady David Maloney v dopise akcionářům (Stock Spirits Group, 2017) potvrdil platnost tohoto přístupu i dlouhodobé dividendové politiky do budoucna.

4 Stanovení vnitřní hodnoty akcie a investičního doporučení

V současné době se k oceňování akcií využívá řada metod a modelů, od jednoduchých po sofistikované. Nejčastěji používané metody na kapitálovém trhu k ocenění společností, u kterých se přepokládá trvalá existence, se dají rozdělit do dvou kategorií. První z nich je ocenění diskontními modely, které diskontují budoucí peněžní toky na současnou hodnotu (DCF). Druhou je relativní ocenění, při kterém je hodnota akcie určena na základě porovnání s relevantním vzorkem.

Cílem ocenění je stanovit vnitřní hodnotu. Damodaran (2012) ji definuje jako hodnotu, kterou by společnosti určil nezaujatý analytik, který by nejenže správně odhadl očekávané hotovostní toky vzhledem k aktuálně dostupným informacím, ale přiřadil by k nim i správnou diskontní míru. Jílek (2009) uvádí, že stanovení vnitřní hodnoty je velice subjektivní a záleží na metodě, která se k jejímu stanovení použije. Vnitřní hodnota podle něj není jednoznačná a přesná hodnota, protože není jednoznačně a přesně definována.

Na základě srovnání vnitřní hodnoty akcie s jejím aktuálním tržním kurzem můžeme dojít ke třem závěrům:

- Vnitřní hodnota je nižší než tržní kurz, akcie je podhodnocená a je vhodné ji koupit.
- Vnitřní hodnota se rovná tržnímu kurzu, akcie je správně ohodnocená a je vhodné vyčkat.
- Vnitřní hodnota je vyšší než tržní kurz, akcie je nadhodnocená a je vhodné ji prodat.

V praxi analytici uvádí doporučení na širší stupnici, následující tabulka zachycuje stupnici analytických doporučení Fio banky.

Tabulka 5 - Stupnice investičních doporučení Fio banky

Doporučení	Vysvětlení
Koupit	Tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15 % ke stanovené cílové ceně.
Akumulovat	Tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5 % až 15 % ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu.
Držet	Tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5 % až -5 % od stanovené cílové ceny.
Redukovat	Tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5 % až 15 % ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu.
Prodat	Tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15 % ke stanovené cílové ceně.

Zdroj: Fio banka, zpracování autor

Tato širší stupnice pracuje s konceptem tzv. bezpečnostního polštáře, který zpopularizoval Benjamin Graham. Podle tohoto konceptu by měl investor investovat pouze do cenných papírů s tržním kurzem výrazně pod jejich vnitřní hodnotou, jelikož určení této hodnoty je subjektivní a bezpečnostní polštář poskytuje rezervu pro případné pochybení při jejím výpočtu (Investopedia, nedatováno). Silné doporučení tak analytici Fio banky na základě této stupnice vydají pouze tehdy, když se tržní kurz od odhadované vnitřní hodnoty liší o více než 15 %.

Také se lze setkat s pojmenováním doporučení jako „overweight/nadvážit“, „equalweight / přidělit stejnou váhu“ a „underweight/podvážit“, které používá např. J. P. Morgan a vyjadřuje doporučení ve vztahu k portfoliu. Případně se můžeme setkat se stupnicí „outperform / lepší výkonnost“, „market perform / stejná výkonnost jako trh“ a „underperform / horší výkonnost“, která vyjadřuje spíše relativní očekávání ve vztahu k dalším akciím ze sektoru, případně trhu. Prakticky však rozdíl v názvosloví nehraje velkou roli, protože investory spíše zajímá spolu s doporučením zveřejněná cílová cena, která vyjadřuje analytikův odhad akciového kurzu obvykle v ročním horizontu.

4.1 Diskontní modely

Diskontní modely vychází z myšlenky současné hodnoty, která říká, že hodnota jakéhokoliv aktiva je současná hodnota očekávaných peněžních toků z něj plynoucích (Damodaran, 2012):

Vzorec 1 - Současná hodnota budoucích peněžních toků

$$hodnota = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

kde n = životnost aktiva, CF_t = peněžní tok v období t, r = diskontní míra zohledňující rizikovost odhadovaných peněžních toků

Očekávaným peněžním tokem mohou být volné hotovostní toky, dividendy, kupony dluhopisů ale i prodejní cena cenného papíru.

4.1.1 Diskontní míra

„Úlohou diskontní míry je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí […],“ uvádí Kislingerová (2001, str. 174). Obecně platí, že vyšší výnos obdrží investor při podstoupení vyššího rizika, ať už k němu přistupujeme jakkoliv. Investor by měl získat alespoň takový výnos, jaký by mu poskytla obdobná investice se stejnou mírou rizika, protože ho rozhodnutí o investici připravuje o možnost vložit prostředky jinam.

Míra rizika jednotlivých druhů peněžních toků v čitateli diskontního modelu by se měla odrážet ve výši diskontní míry v jeho jmenovateli (Kislingerová, Oceňování podniku, 2001). Dividendový diskontní model a model Free Cash Flow to Equity (FCFE) tak budou ve jmenovateli mít požadovaný výnos vlastního kapitálu (r_e), zatímco modely Free Cash Flow to the Firm (FCFF) a ekonomické přidané hodnoty (EVA) využijí průměrné vážené náklady na kapitál (WACC).

Průměrné vážené náklady na kapitál zohledňují úrok, daňový štít cizího kapitálu, požadovaný výnos vlastního kapitálu a kapitálovou strukturu společnosti (Kislingerová, Oceňování podniku, 2001):

Vzorec 2 - Průměrné vážené náklady na kapitál

$$WACC = r_e \frac{E}{C} + r_d \frac{D}{C}(1 - t)$$

kde r_e = požadovaný výnos vlastního kapitálu, E = vlastní kapitál, C = celková bilanční suma = E + D, r_d = úroková sazba, D = úročené cizí zdroje, t = sazba daně z příjmu

U některých společností do WACC vstupuje ještě kapitál získaný emisí prioritních akcií (Veselá, 2011).

Společnost Stock Spirits Group budu oceňovat pouze dividendovým diskontním modelem, dále se proto budu zabývat pouze určením požadovaného výnosu vlastního kapitálu.

Populárním modelem pro určení požadované výnosové míry je model CAPM. Podle tohoto modelu držiteli bezrizikového cenného papíru přísluší pouze bezriziková výnosová míra a držitel rizikovějšího cenného papíru by měl být za podstoupení rizika odměněn prémií, která by měla odpovídat míře rizika navíc (Veselá, 2011). Ve své základní podobě vypadá model následovně (Hitchner, 2011):

Vzorec 3 - Očekávaný výnos cenného papíru dle CAPM

$$E(R_i) = R_f + \beta(RP_m)$$

kde $E(R_i)$ = očekávaný výnos cenného papíru, R_f = výnos bezrizikového cenného papíru, β = beta cenného papíru a RP_m = riziková prémie

Model CAPM kvantifikuje systematické, tržní riziko, které vyjadřuje nejistotu budoucích výnosů cenného papíru vzhledem k jejich citlivosti na změnu výnosů celého trhu (Hitchner, 2011). *„Systematické riziko je spjato s globálními politickými, ekonomickými, sociálními událostmi či změnami v investorských preferencích a vkusu. Jde o stupeň nejistoty, spojený s trhem jako s celkem, nezávislý na jednom jediném instrumentu, firmě či investorovi,“* uvádí Veselá (2011).

Systematické riziko působí na všechny cenné papíry, na každý však s různou intenzitou. Míru systematického rizika vyjadřuje právě koeficient β. *„Beta faktor měří citlivost výnosové míry daného cenného papíru na pohyb výnosové míry tržního indexu,“* uvádí Veselá (2011). Čím vyšší β, tím větší reakce na pohyb trhu. Nulová β značí statisticky nezávislý pohyb na trhu. Je-li β kladná, pohybuje se cenný papír stejným směrem jako trh, v případě záporné β opačným.

Model CAPM předpokládá, že investoři jsou schopni díky dostatečně diverzifikovanému portfoliu eliminovat nesystematické, jedinečné riziko spojené s držbou jednotlivých cenných papírů, které nevyplývá z ekonomického systému a trhu, např. riziko zaostání firmy, kvalita managementu a další (Hitchner, 2011).

Modifikovaná verze CAPM modelu (MCAPM) rozšiřuje základní vzorec o prémii u malých společností a prémii za nesystematické riziko (Hitchner, 2011):

Vzorec 4 - Očekávaný výnos cenného papíru dle MCAPM

$$E(R_i) = R_f + \beta(RP_m) + RP_s + RP_u$$

kde RP_s = riziková prémie za malou velikost a RP_u = riziková prémie pro specifickou společnost

Koeficient β lze získat provedením regresní analýzy s využitím dat o historickém výnosu cenného papíru a celého trhu, metodou analogie a na základě analýzy působících firemních a odvětvových faktorů (Mařík, 2011). Historický koeficient β se vypočítá jako podíl kovariance mezi výnosem trhu a akcie a rozptylu výnosnosti trhu (Mařík, 2011):

Vzorec 5 – Koeficient β

$$\beta_i = \frac{COV(R_m, R_i)}{S_m^2}$$

kde Rm = výnosnost trhu, Ri = výnosnost cenného papíru a S_m^2 = rozptyl výnosnosti trhu

Terminál Bloomberg a další poskytovatelé finančních dat historický koeficient β obvykle dále upravují, respektive vypočítávají upravený β koeficient, jelikož se předpokládá tendence β koeficientu blížit se v čase jedné (Veselá, 2011). Upravený β koeficient je vážený průměr historického koeficientu β s váhou 2/3 a beta koeficientu rovného 1 s váhou 1/3.

Bezrizikový cenný papír definuje Damodaran (2012) jako cenný papír, jehož očekávaný výnos vždy odpovídá dosaženému výnosu. U cenného papíru tak nesmí existovat riziko nesplacení a reinvestiční riziko.

Jako bezrizikový cenný papír se obvykle uvažují státní pokladniční poukázky nebo dluhopisy, obvykle desetileté. Damodaran (2012) uvádí, že státní dluhopisy se používají ne proto, že by vlády byly lépe řízené než korporace, nýbrž proto, že státy obvykle kontrolují tisk peněz. Alespoň v nominální výši by tak svých závazků měly dostát. Ani to však nemusí vzhledem k převratům a závazkům v měnách cizích států vždy platit.

Riziková prémie je rozdíl mezi tržní výnosovou mírou a bezrizikovou výnosovou mírou (Veselá, 2011):

Vzorec 6 - Riziková prémie

$$RP_m = (R_m - R_f)$$

kde R_m = tržní výnosová míra produkovaná tržním indexem

Často se využívá historická riziková prémie, která se vypočítá jako rozdíl mezi historickým výnosem akciového indexu a státních dluhopisů jako bezrizikového cenného papíru. Vypočtená riziková prémie závisí na zvoleném akciovém indexu, bezrizikovém cenném papíru, časovém horizontu a matematické metodě výpočtu průměru.

Damodaran uvádí (2012), že tento přístup funguje v trzích podobných Spojeným státům americkým, kde je akciový trh dostatečně velký a diverzifikovaný a jsou k dispozici dostatečná historická data o výnosu akcií i dluhopisů. To ovšem nemusí platit u zemí s krátkou historií kapitálového trhu a malým podílem akciového trhu vůči celé ekonomice.

Z tohoto důvodu proto na svých stránkách (Damodaran, 2017) proto uvádí vypočítaná data pro Spojené státy (RP_m = 5,69 % k lednu 2017), ke kterým pro každou zemi přičítá rizikovou prémii na základě jejího úvěrového ratingu.

Požadovaná výnosová míra pro vlastní kapitál společnosti Stock Spirits Group

Při výpočtu požadované výnosové míry pro vlastní kapitál společnosti Stock Spirits Group jsem využil výše popisovaný model CAPM.

Prvním krokem bylo stanovení bezrizikové výnosové míry, kterou jsem vypočítal jako vážený aritmetický průměr průměrného výnosu desetiletých dluhopisů zemí, na kterých společnost Stock Spirits Group působí. Váhy jsem určil dle podílu jednotlivých zemí na celkových tržbách společnosti při zanedbání ostatních tržeb, ve kterých společnost sdružuje tržby z menších trhů bez jejich rozlišení.

Rizikovou prémii jsem stáhnul ze stránek Damodarana (2017) a spočítal vážený aritmetický průměr.

Země	Průměrný výnos 10letých bondů za 5 let	ERP	Váha	Bezriziková míra vážená	ERP vážená
Polsko	3,53 %	6,90 %	0,60	2,10 %	4,11 %
Itálie	2,91 %	8,40 %	0,12	0,36 %	1,04 %
ČR	1,33 %	6,69 %	0,28	0,37 %	1,88 %
		Σ	1,00	**2,83 %**	**7,03 %**

Jako koeficient β jsem využil data z terminálu Bloomberg (2017), konkrétně týdenní β koeficient akcií společnosti Stock Spirits Group obchodovaných na Burze cenných papírů Praha za poslední dva roky. Funkce BETA spočítala koeficient β jako 0,744, upravená β činí 0,829.

Získané hodnoty jsem doplnil do Vzorec 3:

$$E(R_i) = 2{,}83\ \% + 0{,}829 * 7{,}03\ \%$$

$$E(R_i) = 8{,}66\ \%$$

Požadovaná výnosová míra pro vlastní kapitál společnosti Stock Spirits Group podle mého výpočtu tedy činí 8,66 %.

4.1.2 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely se podle počtu období s různou mírou změny výše dividendy dělí na jednostupňové a vícestupňové dividendové diskontní modely. Asi nejznámějším jednostupňovým diskontním modelem je Gordonův model, který je ve své zjednodušené podobě v literatuře (Veselá, 2011) uváděn takto:

Vzorec 7 - Gordonův dividendový diskontní model

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$$

kde V_0 = vnitřní hodnota akcie v běžném roce držby, D_0 = běžná dividenda vyplácená v běžném roce z akcie, g = míra růstu (poklesu) dividend a k = požadovaná výnosová míra z akcie

Gordonův model je založen na několika předpokladech, které omezují jeho využití (Veselá, 2011):

- Požadovaná výnosová míra musí být vyšší než míra růstu dividend.
- Míra růstu dividend i požadovaná výnosová míra, která reflektuje úroveň rizika a likvidity, jsou uvažovány jako konstantní.
- Gordonův model, který vznikl součtem geometrické řady dividend, je založen na předpokladu nekonečné držby.
- Informace o aktuální či očekávané dividendě jsou nezastupitelné.

Vzhledem k malému počtu vstupních veličin může Gordonův model sloužit pro ocenění akcií společností, které jsou ve fázi dospělosti svého životního cyklu, společností z neutrálních, monopolních nebo regulovaných odvětví, uvádí Veselá (2011). Při aplikaci modelu v praxi je však potřeba být si vědom i jeho slabých stránek, z nichž asi největší je extrémní citlivost na změnu vstupních dat.

Jednostupňové dividendové diskontní modely daly základ k vyvinutí složitějších, vícestupňových dividendových diskontních modelů, které uvažují postupnou či skokovou změnu míry růstu dividend. Mezi takové modely Veselá (2011) řadí např:

- dvoustupňový dividendový diskontní model
- třístupňový lineární dividendový diskontní model
- H-model

Gordonův model se také využívá pro výpočet současné hodnoty poslední, nekonečně dlouhé části vícestupňových modelů.

Ocenění společnosti Stock Spirits Group pomocí dividendového diskontního modelu

Na základě dividendové politiky společnosti a především prohlášení předsedy správní rady v dopise akcionářům (Stock Spirits Group, 2017) očekávám, že společnost bude i nadále v nejbližších letech vracet kapitál akcionářům.

Nepředpokládám totiž, že by v nejbližších letech nastal výraznější obrat v hospodaření v Polsku. Stejně tak nepředpokládám, že by se společnosti podařilo realizovat výraznější akvizice, které management podmínil zlepšením situace na polském trhu, a menší transakce by stejně jako v roce 2016 neměly mít vliv na dividendu.

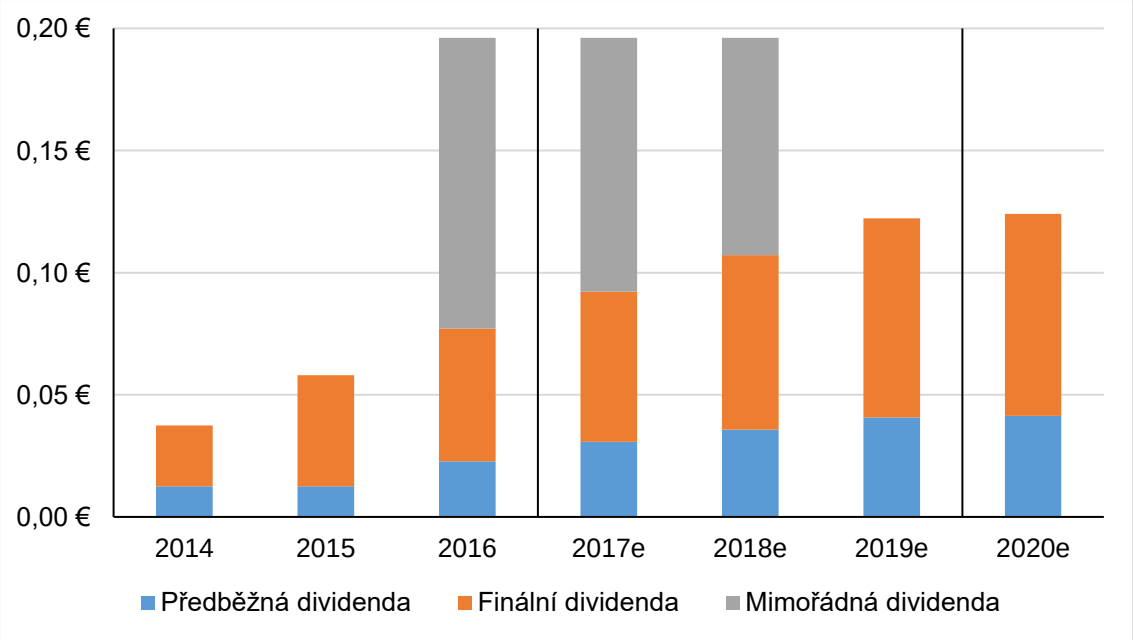
Společnost akvizice zároveň vzhledem k nízkému zadlužení může financovat dluhem – podíl čistého zadlužení vůči očištěnému zisku EBITDA na konci roku 2016 činil 1,16 (Stock Spirits Group, 2017).

Očekávám tedy proto, že společnost za fiskální roky 2017 až 2019 bude cílový výplatní poměr postupně navyšovat o 0,015 € ročně až na přibližně 50 % upravených volných hotovostních toků.

Za předpokladu stagnace těchto hotovostních toků očekávám, že společnost v letech 2017 a 2018 přistoupí také k výplatě mimořádné dividendy v takové výši, aby celková výše dividend za dané roky dosáhla celkové dividendy za fiskální rok 2016.

Historický i mnou očekávaný budoucí vývoj dividend společnosti Stock Spirits Group shrnuje Graf 13. Procentuální míru růstu běžných dividend zobrazuje Graf 15.

Graf 13 - Vývoj dividend společnosti Stock Spirits Group



Zdroj: (Bloomberg, 2017), zpracování autor

Předpokládám, že i nadále bude společnost vyplácet třetinu běžné dividendy na konci září daného roku, zbylé dvě třetiny na konci května následujícího roku a mimořádné dividendy na konci července. Pro zjednodušení ve výpočtu očekávám, že výplaty bude činit k 1. říjnu, 1. červnu a 1. srpnu.

Budoucí dividendy jsem diskontoval pomocí požadované výnosové míry k = 8,66 %. Při diskontování jsem použil anglickou metodu, tedy počítal se skutečným počtem dnů a 365 dní dlouhým rokem.

Celkovou hodnotu akcie jsem vypočítal jako součet současné hodnoty (PV) budoucích projektovaných běžných a mimořádných dividend v následujících třech fiskálních rocích (FV), viz Tabulka 6, a dvou perpetuit pro předběžnou a finální dividendu, ke dni ocenění 1. června 2017.

Tabulka 6 - Budoucí a současná hodnota dividend za fiskální roky 2017 až 2019

Druh dividendy	Datum výplaty	FV	PV
Mimořádná 2017	01.08.2017	0,1040 €	0,1026 €
Předběžná dividenda 2017	01.10.2017	0,0307 €	0,0299 €
Finální dividenda 2017	01.06.2018	0,0615 €	0,0566 €
Mimořádná 2018	01.08.2018	0,0890 €	0,0808 €
Předběžná dividenda 2018	01.10.2018	0,0357 €	0,0320 €
Finální dividenda 2018	01.06.2019	0,0715 €	0,0605 €
Předběžná dividenda 2019	01.10.2019	0,0407 €	0,0336 €
Finální dividenda 2019	01.06.2020	0,0815 €	0,0635 €
		Σ	0,4594 €

Od fiskálního roku 2020 uvažuji nekonečné rostoucí perpetuity s mírou růstu g = 1,5 %, což je hodnota, kterou jsem převzal od analytiků J. P. Morgan (Dhillon, Moev, Gibbs, & Stott, 2016), kteří ji používají jako perpetuitní míru růstu u producentů destilátů. Jako vstupní hodnotu běžné dividendy vyplácené v běžném roce z akcie jsem do Vzorec 7 dosadil předběžnou a finální dividendu za rok 2019, D_0 = 0,0407 €, respektive D_0 = 0,0815 €.

Výsledkem výpočtů je vnitřní hodnota perpetuit k 1. 10. 2019 (V_{0a} = 0,5573 €), respektive k 1. 6. 2020 (V_{0b} = 1,1546 €). Získané hodnoty jsem proto diskontoval ke dni ocenění na PV_{V0a} = 0,4756 € a PV_{V0b} = 0,9127 €.

V dalším kroku jsem současné hodnoty všech částí sečetl, viz Tabulka 7. Hodnota akcie ke dni ocenění je tedy 1,8476 €.

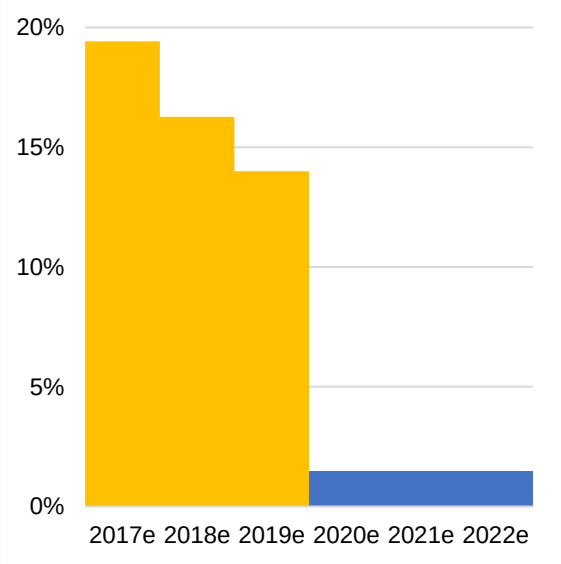
Tabulka 7 - Součet současných hodnot všech dividendových toků

	PV
Dividendy za fiskální roky 2017 až 2019	0,4594 €
Perpetuita předběžné dividendy	0,4756 €
Perpetuita finální dividendy	0,9127 €
Σ	1,8476 €

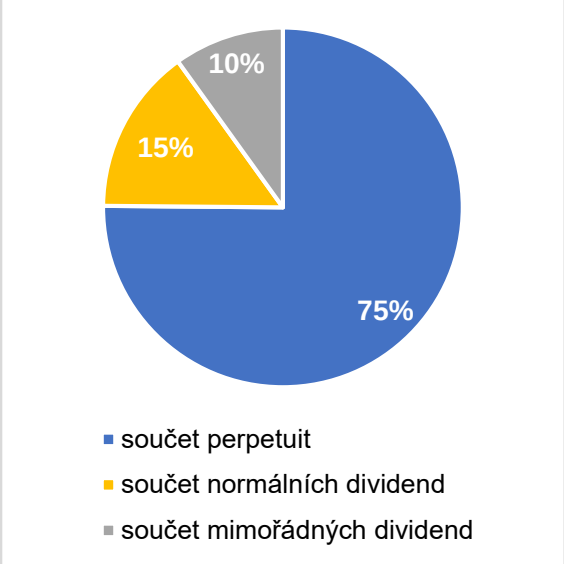
Po přepočtení aktuálním kurzem (1 € = 26,5651 Kč, respektive 1 € = 0,8483 £) vychází vnitřní hodnota na 49,08 Kč, respektive 156,73 britských pencí. V pátek 12. května na Pražské burze cenných papírů akcie uzavřely na 53,95 Kč, v Londýně na 165,84 pencích, akcie jsou tedy o 9,9 %, respektive o 5,8 % nadhodnocené oproti mnou vypočítané vnitřní hodnotě a nejsou aktuálně investičně atraktivní.

Současná hodnota nekonečných dividendových toků činí přibližně 75 % vnitřní hodnoty akcie, ukazuje Graf 14. Jelikož je Gordonův model silně citlivý na vstupní parametry, provedl jsem citlivostní analýzu vnitřní hodnoty, jejíž výsledky shrnuje Tabulka 8.

Graf 15 - Očekávaná růstu běžné dividendy za fiskální roky 2017-2022



Graf 14 - Podíl jednotlivých částí na současné hodnotě akcie



Určení diskontní míry a tempa růstu v nekonečné fázi nemá jednoznačně správné řešení a závisí na znaleckém úsudku analytika a jeho rozhodnutí při řadě částí výpočtu. Některými z těchto faktorů může být určení délky časového období pro vypočítání průměrného výnosu státních dluhopisů a rizikové prémie, matematická metoda výpočtu průměru a řada dalších. Diskontní míra a tempo růstu dividend závisí také na očekávané inflaci a růstu HDP.

Tabulka 8 tak umožňuje čtenáři rychle zjistit vnitřní hodnotu akcie při využití jiných vstupních parametrů. Např. investor očekávající vyšší inflaci by zřejmě použil i vyšší diskontní míru a vyšší tempo růstu dividend, pokud bude zároveň očekávat, že firma bude schopná zvyšovat své ceny stejně jako zbytek ekonomiky.

Tabulka 8 - Analýza citlivosti vnitřní ceny akcie na změnu vstupních parametrů

		tempo růstu dividend v nekonečné fázi						
		0,0 %	0,5 %	1,0 %	**1,5 %**	2,0 %	2,5 %	3,0 %
diskontní míra	7,16 %	49,2 Kč	52,1 Kč	55,6 Kč	59,6 Kč	64,4 Kč	70,3 Kč	77,6 Kč
	7,66 %	46,6 Kč	49,1 Kč	52,1 Kč	55,5 Kč	59,6 Kč	64,4 Kč	70,3 Kč
	8,16 %	44,3 Kč	46,5 Kč	49,1 Kč	52,1 Kč	55,5 Kč	59,6 Kč	64,4 Kč
	8,66 %	42,2 Kč	44,2 Kč	46,5 Kč	**49,1 Kč**	52,0 Kč	55,5 Kč	59,5 Kč
	9,16 %	40,4 Kč	42,2 Kč	44,2 Kč	46,5 Kč	49,1 Kč	52,0 Kč	55,5 Kč
	9,66 %	38,8 Kč	40,4 Kč	42,2 Kč	44,2 Kč	46,4 Kč	49,0 Kč	52,0 Kč
	10,16 %	37,3 Kč	38,8 Kč	40,4 Kč	42,1 Kč	44,2 Kč	46,4 Kč	49,0 Kč

4.2 Relativní ocenění

Další možností jak stanovit vnitřní hodnotu akcie je relativní ocenění, při kterém je poměrový ukazatel porovnáván v čase nebo vůči dalším relevantním společnostem (tzv. peers). Předpokladem relativního ocenění je porovnatelnost oceňované společnosti s dalšími společnostmi na trhu a jejich alespoň v průměru správné ocenění. U relativního ocenění předpokládáme, že trh je schopen akcie ocenit v průměru správně, ale že u ocenění individuálních společností dochází k chybám, které jsou následně opravovány (Damodaran, 2012).

Stanovení relevantního vzorku společností pro porovnání je u relativního ocenění klíčové, jelikož různý výběr společností ovlivňuje hodnotu pro celý vzorek, tedy i investiční doporučení. Vzhledem k tomu, že žádné dvě firmy nemají stejný rizikový a růstový profil, je stanovení vzorku relevantních společností subjektivní, následkem čehož také může podléhat zaujetí (Damodaran, 2012).

V čitateli ukazatele se obvykle vyskytuje cena akcie, ve jmenovateli různé úrovně zisku či nějaký jiný údaj z hospodářských výkazů společnosti. Mezi nejznámější ukazatele patří P/E ratio (price/earnings), P/S ratio (price/sales) a P/BV ratio (price / book value). Tato bakalářská práce se bude zabývat pouze prvním z nich.

4.2.1 P/E ratio

Nejoblíbenějším poměrovým ukazatelem sloužícím k oceňování akcií je P/E ratio. Za svou popularitu vděčí především snadnému a rychlému použití, jelikož ve své základní podobě využívá veřejně dostupné a historické údaje:

Vzorec 8 - Ukazatel P/E

$$Ukazatel\ P/E = \frac{P}{E}$$

kde P = tržní kurz akcie a E = zisk na akcii

Ukazatel P/E vyjadřuje poměr mezi cenou akcie a čistým ziskem společnosti na akcii (Veselá, 2011), tedy kolikanásobek zisku je investor ochoten za jeho jednotku zaplatit. Výhodou ukazatele je, že zohledňuje velké množství firemních faktorů, nelze jej však použít, pokud společnost dosahuje ztrátu. V tomto případě je využíváno např. P/S ratio.

Výše ukazatele P/E reflektuje pohled investorů na vyhlídky vývoje zisku společnosti a důvěru v management. Nedá se tak automaticky říci, že akcie s nižším P/E jsou vhodnější k nákupu oproti akciím s vyšším P/E, investor musí vzít v potaz také vývoj zisků v daném sektoru. Růstové společnosti obvykle mají vyšší P/E oproti dospělým společnostem, což odráží větší potenciál růstu jejich zisků. Tempo růstu zisků zohledňuje např. PEG ratio (price/earnings to growth).

Ukazatel P/E ve své základní podobě bere v potaz zisk dosažený v posledním fiskálním roce, respektive 12 měsících. Investory však zajímá budoucí vývoj, do jmenovatele tedy často dosazují očekávaný zisk na akcii v některém z budoucích roků. K tomu je využíván buď vlastní odhad, nebo tržní konsensus. V tomto případě potom mluvíme o Forward P/E ratio, respektive ukazateli očekávaného P/E.

Ocenění společnosti Stock Spirits Group pomocí poměru P/E

Akcie společnosti Stock Spirits Group se k 11. květnu 2017 obchodovaly na 14,1násobku zisku za rok 2016, zatímco medián konkurenčních společností činil 34,5. Diskont společnosti vůči trhu tak činil 59 %. U očekávaného P/E na základě tržního konsensu pro roky 2017 a 2018 dosahoval diskont vůči trhu 47 %, respektive 40 %. Vysoké násobky u společnosti Marie Brizard Wine & Spirits jsou dané stlačenými zisky po restrukturalizaci, výrazný diskont společnosti Stock Spirits Group by však přetrval i po jejím odebrání.

Akcie společnosti Stock Spirits Group jsou tak vůči vzorku společností podhodnocené.

Tabulka 9 - Hodnoty P/E a očekávaného P/E u vzorku společností

Společnost	P/E (2016)	Očekávané P/E (2017)	Očekávané P/E (2018)
Stock Spirits Group	14,1	14,4	13,4
Diageo	24,0	21,8	20,2
Davide Campari-Milano	40,9	26,0	24,2
Brown-Forman	28,1	28,3	26,4
Remy Cointreau	41,1	36,5	31,1
Pernod Ricard	25,2	21,2	19,5
Marie Brizard Wine & Spirits	62,6	29,1	12,8
Medián	**34,5**	**27,1**	**22,2**
Stock Spirits oproti mediánu	**-59 %**	**-47 %**	**-40 %**

Zdroj: (Bloomberg, 2017)

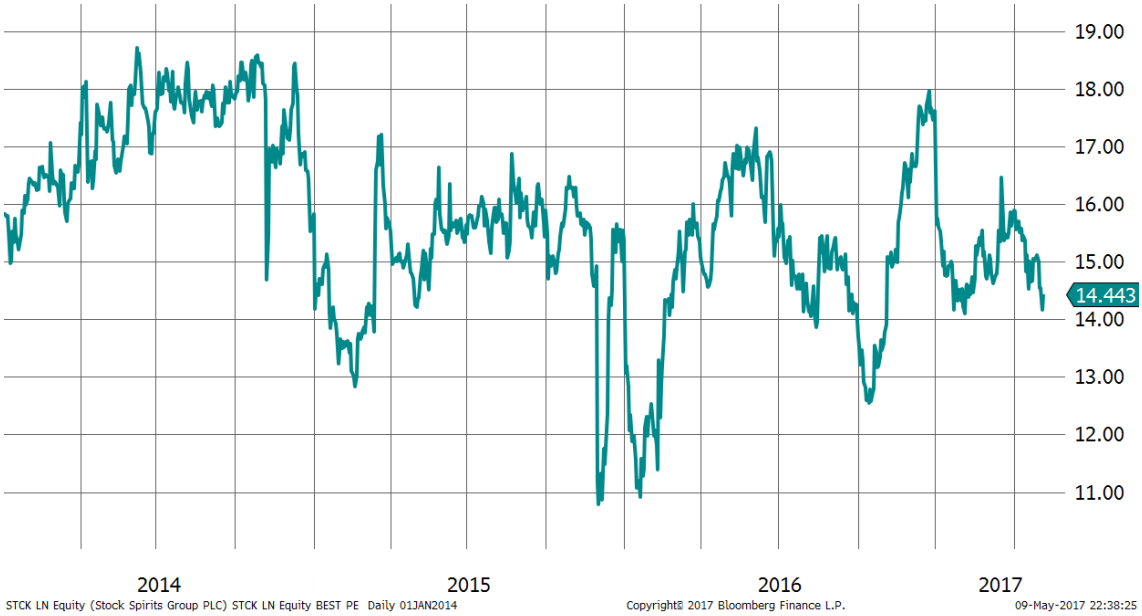
Diskont vůči konkurenčním společnostem přetrvává již od jejího vstupu na burzu v říjnu 2013. Podle prosincové analýzy J. P. Morgan (Gibbs, Greer, & Dhilon, 2013) se tehdy akcie obchodovaly na 14,5násobku očekávaných zisků za rok 2014, s 20% diskontem vůči evropským nápojářským společnostem a 15% diskontem vůči konkurentům.

Analytici tehdy uvedli, že částečný diskont je odůvodnitelný:

- velikostí společnosti
- větší závislostí společnosti na největším trhu, respektive třech trzích
- portfoliem lokálních značek
- silnou konkurenci
- nejistotou ohledně vývoje v roce 2014 po navýšení spotřební daně v Polsku

Valuaci však považovali za investičně atraktivní. Jak ukazuje Graf 16, od roku 2014 do května 2017 se akcie společnosti obchodovaly v rozmezí 11- až téměř 19násobku očekávaného P/E.

Graf 16 - Vývoj očekávaného P/E akcií Stock Spirits Group obchodovaných v Londýně k 9. květnu



Zdroj: (Bloomberg, 2017)

Argumenty analytiků, proč by se akcie společnosti Stock Spirits Group měly obchodovat s diskontem vůči trhu, podle mě i nadále platí. Společnost Stock Spirits Group je nejmenší ze vzorku společností, je silně závislá na vývoji v Polsku a ČR, její tržby v posledních třech letech klesaly a společnost v roce 2016 měla druhou nejnižší návratnost vlastního kapitálu a hrubou provozní marži. Pozitivně pro ni vyznívá nízké zadlužení a růst zisku na akcii (EPS), ten je však daný odezníváním nákladů spojených s IPO, daňovou pohledávkou a nižšími úroky po refinancování. Vybrané ukazatele shrnuje Tabulka 10.

Tabulka 10 - Vybrané ukazatele vzorku společností

Společnost	Tržní kapitalizace (mil. EUR)	⌀ změna tržeb za 3 roky (%)	⌀ změna EPS za 3 roky (%)	ROE (%)	Čistý dluh / EBITDA	EBITDA marže (%)
Stock Spirits	397	-8,3	85,2	8,0	1,16	19,7
Diageo	68 512	-2,3	-2,8	26,7	2,42	32,4
Davide Campari	6 935	4,3	5,9	9,1	3,34	21,6
Brown-Forman	17 496	2,8	26,3	80,4	1,30	51,6
Remy Cointreau	4 700	2,2	2,8	9,9	2,09	20,2
Pernod Ricard	31 983	0,6	4,9	9,2	3,72	27,4
Marie Brizard	418	14,0	--	3,2	0,09	3,2

Zdroj: (Bloomberg, 2017)

Nižší valuace podle mě také odráží nedůvěru vůči managementu – vzhledem k jeho častým výměnám v Polsku a slabé úrovni řízení společnosti. Od června 2016 však v Polsku společnost operuje s kompletním, trvale jmenovaným managementem a v srpnu byl výkonným ředitelem celé skupiny potvrzen Miroslaw Stachowicz, který post zastával od dubna 2016, kdy minoritní akcionář Western Gate Private Investments dosáhl odchodu dlouholetého CEO Chrise Heatha (Tománek, 2016).

Pro valuační násobky podle mě bude nejdůležitější především situace na klíčovém polském trhu. Pokud by se již nezhoršovala, myslím si, že by očekávané P/E mohlo vzrůst k 16násobku zisku za letošní rok a akcie by se mohly obchodovat přibližně o 11 % výše na 184,5 pencích, což by indikovalo 7% potenciál v ČR na 57,8 Kč.

K vyšším hodnotám (např. očekávanému P/E 18, se kterým se akcie obchodovaly před profit warningem na podzim 2014) by se podle mě akcie mohly podívat pouze v případě jasného obratu vývoje v Polsku, který by managementu rozvázal ruce a umožnil mu věnovat svou pozornost akvizicím na dalších trzích, což by znamenalo návrat k původnímu růstovému příběhu, se kterým společnost vstupovala na burzu.

Výrazný obrat v Polsku je však podle mého názoru vzhledem k přetrvávající ostré konkurenci silně nepravděpodobný a organický růst na dalších trzích se bude držet v nižších jednotkách procent. Zároveň jsem skeptický ohledně možnosti dalších akvizic, když společnost od vstupu na burzu nebyla schopná realizovat žádnou avizovanou velkou akvizici i před tím, než uvedla, že se bude soustředit na problémy v Polsku. Prostor k růstu zisků by tak nabízela spíše optimalizace nákladů.

Jako potenciální katalyzátor poklesu valuačních násobků vidím výše zmiňovanou dohodu konkurenční společnosti Marie Brizard s velkodistributorem Eurocash na exkluzivní distribuci malým obchodům, která by mohla ohrozit tržní podíl společnosti Stock Spirits Group v tomto pro ni důležitém segmentu. Dohoda je v platnosti od začátku roku, neuběhlo proto příliš času, aby se projevila. Investoři tak podle mě budou pozorně sledovat náznaky vývoje tržního podílu v Polsku.

Závěr

Cílem mé bakalářské práce bylo provést fundamentální analýzu akcií společnosti Stock Spirits Group a na jejím základě vydat investiční doporučení. Práci jsem rozdělil na čtyři hlavní části – akciovou analýzu, odvětvovou fundamentální analýzu, firemní fundamentální analýzu a stanovení vnitřní hodnoty akcie a investičního doporučení.

V odvětvové fundamentální analýze jsem nejdříve představil nejvýznamnější odvětvové faktory a poté uvedl, jak tyto faktory ovlivňují trh s alkoholem. Ve druhé části kapitoly jsem popsal specifika polského, českého a italského trhu s alkoholem.

Firemní fundamentální analýza představuje samotnou společnost Stock Spirits Group, její historii, vývoj hospodaření v posledních letech a dividendovou politiku.

Ve čtvrté kapitole jsem představil základní metody stanovení vnitřní hodnoty akcie, a metodiku stanovení investičního doporučení. Nejdříve jsem použité metody popsal včetně postupu získání vstupů a poté je aplikoval na poznatky z odvětvové a firemní fundamentální analýzy.

Odvětvová fundamentální analýza ukázala, že společnost působí na dospělých trzích bez výrazného růstového potenciálu. Dlouhodobým trendem všech trhů společnosti je pokles spotřeby tvrdého alkoholu, na který producenti reagují novými produkty s jeho nižším obsahem a snahou přimět spotřebitele ke konzumaci dražších a kvalitnějších destilátů. Úspěšným příkladem premiumizace je Itálie, ta se však potýká s ekonomickou stagnací. Naopak ze zlepšující se ekonomické situace v Polsku, která by měla premiumizaci podpořit, společnost netěží kvůli již třetím rokem probíhající cenové válce o tržní podíl. Konkurence roste také v České republice, kde je však trh s destiláty fragmentovanější. Zvrat podle polského scénáře podle mě tedy nehrozí.

Společnost vstupovala na burzu se strategií růstu skrze akvizice na dosavadních i nových trzích. Tento scénář se však za více než tři roky nenaplňuje a fungování společnosti nevyžaduje investice, společnost proto přebytečnou hotovost vyplácí akcionářům. Podle mého názoru v tom bude pokračovat i v nejbližších letech a dividenda bude pro investory největším lákadlem.

Vnitřní hodnotu společnosti jsem proto stanovil pomocí dividendového diskontního modelu, podle kterého jsou nyní akcie společnosti mírně nadhodnocené. Očekávám, že do fiskálního roku 2019 bude společnost navyšovat dividendu o něco pomalejším tempem než v posledních dvou letech až na přibližně polovinu volných hotovostních toků a že v letech 2017 a 2018 vyplatí navíc mimořádnou dividendu. Společnost je ovšem málo zadlužená a schopná se financovat z vlastních zdrojů, mohla by si proto dovolit vyplácet i vyšší dividendu, která by vedla k vyššímu ocenění. Ve výpočtech jsem se však snažil být spíše konzervativní.

Akcie společnosti se obchodují s výrazným diskontem ukazatele P/E vůči vzorku relevantních společností. Částečný diskont je z řady důvodů odůvodnitelný, zdá se mi však až příliš výrazný. Jeho další vývoj bude podle mě ovlivňovat především situace na polském trhu, jejíž zlepšení by managementu umožnilo zaměřit se na akvizice.

Akcie společnosti bych proto nyní doporučil většině investorů držet, atraktivní by její akcie byly pro odvážnější investory očekávající vyšší dividendu i tempo jejího růstu, k čemuž společnost má prostor. Odměnou by jim měl být spíše kapitálový zisk.

Seznam použité literatury a elektronických zdrojů

Literatura

Berk, J., & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance.* Boston: Pearson.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determinig the Value of Any Asset.* New Jersey: Wiley.

Haugen, R. A. (1999). *The Inefficient Stock Market: What pays off and why.* Upper Saddle River: Prentice Hall.

Holman, R. (2011). *Ekonomie.* Praha: C. H. Beck.

Jílek, J. (2009). *Akciové trhy a investování.* Praha: Grada.

Kislingerová, E. (2001). *Oceňování podniku.* Praha: C. H. Beck.

Kislingerová, E., & kol. (2010). *Manažerské finance.* Praha: C. H. Beck.

Marek, P. (2000). *Rozdělování hospodářského výsledku a dividendová politika.* Praha: Ekopress.

Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy.* Praha: Ekopress.

Musílek, P. (2011). *Trhy cenných papírů.* Praha: Ekopress.

Veselá, J. (2011). *Investování na kapitálových trzích.* Praha: Wolters Kluwer ČR.

Elektronické zdroje

Adamcová, K. (24. duben 2017). *Češi pijí méně, zato si připlatí za kvalitnější alkohol. Po metanolové aféře se drží ověřených značek.* Načteno z iHned.cz: http://archiv.ihned.cz/c1-65704770-cesi-si-priplaci-za-drazsi-piti

Amaral, L. (27. duben 2017). *Voting intentions at the 2017 AGM.* Načteno z Western Gate Private Investments: http://www.westerngate.eu/pdfs/Voting-intentions-at-the-2017-AGM.pdf

Anderson, P., Baumberg, B., & Sovinová, H. (září 2006). *Alkohol v Evropě - Zpráva pro Evropskou unii.* Načteno z Státní zdravotní ústav: http://www.szu.cz/uploads/documents/czzp/zavislosti/alkohol/SummaryCzechversion.pdf

Běláčková, V. (28. srpen 2010). *Alkohol - Regulace.* Načteno z Klinika adiktologie: http://www.adiktologie.cz/cz/articles/download/3466/alkohol-regulace-pdf

Bloomberg. (2017). Statistická data stažená 11. května 2017.

Božkov Stock. (24. srpen 2016). *Ochutnejte Božkov Bílý s Jirkou Macháčkem! 2016*. Načteno z Youtube.com: https://www.youtube.com/watch?v=PswAdTPckL0

Česká televize. (17. říjen 2012). *Regulace alkoholu ve světě je samozřejmostí*. Načteno z Česká televize: http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1140047-regulace-alkoholu-ve-svete-je-samozrejmosti

Damodaran, A. (5. leden 2017). *Country Risk Premiums.* Načteno z Damodaran Online: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls

Dhillon, K., Moev, S., Gibbs, M. J., & Stott, R. (12. prosinec 2016). *Stock Spirits - Model Update*. (J. P. Morgan)

Euromonitor International. (7. červen 2016). *Alcoholic Drinks in Italy.* Načteno z Euromonitor International: www.portal.euromonitor.com/portal/?M0VmxY%2f8pu%2fdnY%2fsO1Mmow%3d%3d

Euromonitor International. (16. červen 2016). *Alcoholic Drinks in Poland*. Načteno z Passport: www.portal.euromonitor.com/portal/?bh1OJj5H80NMa%2bN4%2frdGtA%3d%3d

Euromonitor International. (15. červen 2016). *Alcoholic Drinks in the Czech Republic.* Načteno z Euromonitor International: www.portal.euromonitor.com/portal/?fa4AAuG3y8m2v1upHSYT6A%3d%3d

Euromonitor International. (07. červen 2016). *Spirits in Italy.* Načteno z Euromonitor International: www.portal.euromonitor.com/portal/?9wo8KJaIkiUl%2bdiPPkLVmQ%3d%3d

Euromonitor International. (16. červen 2016). *Spirits in Poland*. Načteno z Passport: www.portal.euromonitor.com/portal/?kxHnPevuuymM7nIkPj273w%3d%3d

Euromonitor International. (15. červen 2016). *Spirits in the Czech Republic.* Načteno z Euromonitor International: www.portal.euromonitor.com/portal/?eBQvbu7LXNUbTUWDq4wcJw%3d%3d

Evropská komise. (24. únor 2017a). *VAT rates.* Načteno z European Commission: http://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf

Evropská komise. (28. duben 2017b). *Excise duty tables.* Načteno z European Commission: http://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/excise_duties/alcoholic_beverages/rates/excise_duties-part_i_alcohol_en.pdf

Gibbs, M. J., Greer, V. A., & Dhilon, K. (02. prosinec 2013). *Stock Spirits - The regional champion: initiating with Overweight and price target of 280p*. (J. P. Morgan)

Hegedus, E. (15. listopad 2013). *Stock Spirits Group - Developed market spirit in a CEE bottle*. (Wood & Company)

Hitchner, J. R. (2011). *Financial Valuation - Applications and Models.* Hoboken: John Wiley & Son.

iDnes.cz. (12. 04 2012). *Stock „zničil“ svou matku. Výroba z Itálie se přesune do Plzně.* Načteno z iDnes.cz: http://ekonomika.idnes.cz/stock-vyroba-z-italie-se-presune-do-plzne-f1f-/ekonomika.aspx?c=A120412_153205_eko-doprava_neh

Investopedia. (nedatováno). *Margin of Safety*. Načteno z Investopedia: http://www.investopedia.com/terms/m/marginofsafety.asp

Kütner, D. (19. duben 2017). *Šéf likérky Stock Jan Havlis: Nemusíme prodávat jen vodku a rum*. Načteno z E15.cz: http://nazory.e15.cz/rozhovory/sef-likerky-stock-jan-havlis-nemusime-prodavat-jen-vodku-a-rum-1331404

Marie Brizard Wine & Spirits. (29. listopad 2016). *MBWS signs a strategic distribution agreement with Eurocash, and strenghthens its presence in Poland's traditional trade* . Načteno z Marie Brizard Wine & Spirits: http://en.mbws.com/news/mbws-signs-strategic-distribution-agreement-eurocash-and-strengthens-its-presence-polands

Marie Brizard Wine & Spirits. (12. prosinec 2016). *Strategic plan update: BIG 3.0.* Načteno z Marie Brizard Wine & Spirits: http://en.mbws.com/investors/big-2018-strategic-plan

Marie Brizard Wine & Spirits. (26. duben 2017). *FY 2016 results and Q1 2017 net sales.* Načteno z Marie Brizard Wine & Spirits: http://en.mbws.com/sites/default/files/fy_results_and_q1_2017_net_sales_-_final_0.pdf

MarketLine. (listopad 2016). *Marketline Industry Profile - Spirits in Europe.* Načteno z Marketline: http://sfx.jib.cz/sfxlcl3??url_ver=Z39.88-2004&ctx_ver=Z39.88-2004&ctx_enc=info:ofi/enc:UTF-8&rfr_id=info:sid/sfxit.com:opac_856&url_ctx_fmt=info:ofi/fmt:kev:mtx:ctx&sfx.ignore_date_threshold=1&rft.object_id=1000000000574278&svc_val_fmt=info:ofi/fmt:kev:m

MediaGuru. (nedatováno). *Nadlinková komunikace (ATL)*. Načteno z Mediální slovník: https://www.mediaguru.cz/medialni-slovnik/nadlinkova-komunikace-atl/

Mician, J., & Wachelko, L. (14. únor 2017). *Stock Spirits Group - Vodka, but no juice*. (Wood & Company)

Morton, A. (5. duben 2017). *"Do you go and buy Chivas Regal at Lidl? I don't think so" - Interview, Marie Brizard Wine & Spirits' CEO, Jean-Noël Reynaud*. Načteno z Just-Drinks.com: http://www.just-drinks.com/interview/do-you-go-and-buy-chivas-regal-at-lidl-i-dont-think-so-interview-marie-brizard-wine-spirits-ceo-jean-no%C3%ABl-reynaud_id122808.aspx

Morton, A. (9. únor 2017). *Vodka sales slump in Poland hits Marie Brizard Wine & Spirits FY - results*. Načteno z Just-Drinks: http://www.just-drinks.com/news/vodka-sales-slump-in-poland-hits-marie-brizard-wine-spirits-fy-results_id122367.aspx

Palírna U Zeleného stromu. (1. únor 2017). *Tisková konference.* Načteno z Palírna U Zeleného stromu: https://www.palirnauzelenehostromu.cz/aktualita/tiskova-konference

Plechatová, M. (09. listopad 2014). *Hrozí tu dark market, proto jdeme do digitálu, hlásí marketéři Becherovky*. Načteno z Marketing&Media: http://mam.ihned.cz/marketing/c1-63068560-hrozi-tu-dark-market-proto-jdeme-do-digitalu-hlasi-marketeri-becherovky

Roust Corporation Group. (15. listopad 2016). *Investors call presentation - third quarter 2016.* Načteno z Roust Corporation Group: http://www.russianstandardvodka.com/uploads/investor-relations/Q3%202016.pdf

Spousta, T. (14. prosinec 2015). *Amaral získal 8,1% podíl ve společnosti Stock Spirits*. Načteno z Fio banka: https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/172246-amaral-ziskal-8-1-podil-ve-spolecnosti-stock-spirits

Spousta, T. (21. červen 2016). *Stock vyplatí mimořádnou dividendu ve výši 10 pencí na akcii*. Načteno z Fio banka: https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/180307-stock-vyplati-mimoradnou-dividendu-ve-vysi-10-penci-na-akcii

Stock Plzeň. (nedatováno). *O Společnosti*. Získáno 01. 03 2017, z Společnost Stock Spirits Group v České republice: https://www.stock.cz/cs/about/default.aspx

Stock Spirits Group. (8. duben 2015). *Annual Report.* Načteno z Stock Spirits Group: http://www.stockspirits.com/_userfiles/pages/files/full_annual_report_2014.pdf

Stock Spirits Group. (20. srpen 2015). *H1 2015 Results.* Načteno z Stock Spirits Group: http://www.stockspirits.com/_userfiles/pages/files/2015_interim_results_presentation.pdf

Stock Spirits Group. (19. květen 2015). *Trading Statement*. Načteno z Stock Spirits Group: https://irpages2.equitystory.com/websites/rns_news/English/1100/news-tool---rns---eqs-group.html?article=22806348&company=stck

Stock Spirits Group. (19. duben 2016). *Circular - response to Western Gate Private Investments Limited ("Western Gate") statement*. Načteno z Stock Spirits Group: https://irpages2.equitystory.com/websites/rns_news/English/1100/news-tool---rns---eqs-group.html?article=24279931&company=stck

Stock Spirits Group. (10. leden 2016). *Results for the year ended 31 December 2015*. Načteno z Stock Spirits Group: https://irpages2.equitystory.com/websites/rns_news/English/1100/news-tool---rns---eqs-group.html?article=24098988&company=stck

Stock Spirits Group. (10. březen 2016). *Stock Spirits Group PLC 2015 Results.* Načteno z Stock Spirits Group: http://www.stockspirits.com/_userfiles/pages/files/2015_preliminary_results.pdf

Stock Spirits Group. (08. březen 2017). *Preliminary Results webcast transcript.* Načteno z Stock Spirits Group: http://stockspirits.com/_userfiles/pages/files/2016_preliminary_results_transcript.pdf

Stock Spirits Group. (6. duben 2017). *Stock Spirits Group - Annual Report & Accounts 2016.* Načteno z Stock Spirits Group: http://stockspirits.com/investors/results_reports_presentations/annual_report_2016.aspx

Stock Spirits Group. (8. březen 2017). *Year end 2016 Results.* Načteno z Stock Spirits Group: http://www.stockspirits.com/_userfiles/pages/files/2016_ARA/SSG%20-%202016%20Final%20presentation.pdf

Stock Spirits Group. (nedatováno). *Heritage*. Získáno 01. 03 2017, z Stock Spirits Group: http://stockspirits.com/about/heritage.aspx

Stock Spirits Group. (nedatováno). *Prospectus*. Načteno z RM-SYSTÉM česká burza cenných papírů: http://www.rmsystem.cz/docs/clanky/stock_spirits_prospectus.pdf

Stock Spirits Group. (nedatováno). *Vision & Strategy*. Získáno 01. 03 2017, z Stock Spirits Group: http://stockspirits.com/about/vision_strategy.aspx

Tománek, J. (19. duben 2016). *Bitva o vedení likérky Stock Spirits pokračuje, akcionáři včera dosáhli odchodu ředitele*. Načteno z Fio banka: https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/177560-bitva-o-vedeni-likerky-stock-spirits-pokracuje-akcionari-vcera-dosahli-odchodu-reditele

Tománek, J. (15. červen 2016). *Polská vláda schválila návrh zákona uvalujícího maloobchodní daň*. Načteno z Fio banka: https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/180078-polska-vlada-schvalila-navrh-zakona-uvalujiciho-maloobchodni-dan

Tománek, J. (12. říjen 2016). *Stock Spirits Group koupil značky Pražská vodka, Nordic Ice a Dynybyl od Bohemia Sektu za 5 mil. EUR*. Načteno z Fio banka: https://www.fio.cz/zpravodajstvi/zpravy-z-burzy/185166-stock-spirits-group-koupil-znacky-prazska-vodka-nordic-ice-a-dynybyl-od-bohemia-sektu-za-5-mil-eur

Vanhara, J. (2. květen 2016). *Investování do firem co rostou vs. do umírajících s dobrým cash flow*. Načteno z Podnikání v USA: https://www.podnikanivusa.com/2016/05/02/investovani-do-firem-co-rostou-vs-do-umirajicich-s-dobrym-cash-flow/

Woodard, R. (25. duben 2017). *Has the race to premiumise made spirits forget the mainstream? - Comment*. Načteno z Just Drinks: http://www.just-drinks.com/comment/has-the-race-to-premiumise-made-spirits-forget-the-mainstream-comment_id122893.aspx

Seznam grafů, tabulek, vzorců a obrázků

Graf 1 - Polský trh s alkoholem (2015, v % celkové hodnoty trhu) 9
Graf 2 - Vývoj polského trhu (v mil. litrů čistého alkoholu) 10
Graf 3 - Podíl největších hráčů (2015, v % objemu trhu s destiláty) 12
Graf 4 - Vývoj tržního podílu hlavních společností na trhu s vodkou (v % hodnoty) 13
Graf 5 - Index průměrné maloobchodní ceny vodky 13
Graf 6 - Český trh s alkoholem (2015, v % celkové hodnoty trhu) 15
Graf 7 - Vývoj českého trhu (v mil. litrů čistého alkoholu) 16
Graf 8 - Podíl největších hráčů (2015, v % objemu trhu s destiláty) 18
Graf 9 - Italský trh s alkoholem (2015, v % celkové hodnoty trhu) 19
Graf 10 - Vývoj italského trhu (v mil. litrů čistého alkoholu) 20
Graf 11 - Změna tržeb v jednotlivých zemí mezi roky 2013 a 2016 (v mil. EUR) 24
Graf 12 - Vývoj tržeb, očištěného hrubého provozního zisku a čistého zisku v letech 2013 až 2016 (v mil. EUR) 25
Graf 13 - Vývoj dividend společnosti Stock Spirits Group 35
Graf 14 - Podíl jednotlivých částí na současné hodnotě akcie 37
Graf 15 - Očekávaná růstu běžné dividendy za fiskální roky 2017-2022 37
Graf 16 - Vývoj očekávaného P/E akcií Stock Spirits Group obchodovaných v Londýně k 9. květnu 40

Tabulka 1 - Průměrná míra ročního růstu objemu a hodnoty polského trhu (v %) 10
Tabulka 2 - Průměrná míra ročního růstu objemu a hodnoty českého trhu (v %) 16
Tabulka 3 - Průměrná míra ročního růstu objemu a hodnoty italského trhu (v %) 20
Tabulka 4 - Dividendová historie společnosti Stock Spirits Group 27
Tabulka 5 - Stupnice investičních doporučení Fio banky 28
Tabulka 6 - Budoucí a současná hodnota dividend za fiskální roky 2017 až 2019 36
Tabulka 7 - Součet současných hodnot všech dividendových toků 36
Tabulka 8 - Analýza citlivosti vnitřní ceny akcie na změnu vstupních parametrů 37
Tabulka 9 - Hodnoty P/E a očekávaného P/E u vzorku společností 39
Tabulka 10 - Vybrané ukazatele vzorku společností 40

Vzorec 1 - Současná hodnota budoucích peněžních toků 29
Vzorec 2 - Průměrné vážené náklady na kapitál 30
Vzorec 3 - Očekávaný výnos cenného papíru dle CAPM 30
Vzorec 4 - Očekávaný výnos cenného papíru dle MCAPM 31
Vzorec 5 – Koeficient β 31
Vzorec 6 - Riziková prémie 32
Vzorec 7 - Gordonův dividendový diskontní model 33
Vzorec 8 - Ukazatel P/E 38