

Nápoje

Aktualizace

Česká republika

# Kofola ČeskoSlovensko

Organický i M&amp;A růst, vyšší dividendy

## Koupit

|                |          |
|----------------|----------|
| Cena 03.09.24  | 299 CZK  |
| 12m cíl        | 402 CZK  |
| Pot. růst ceny | 34,4 %   |
| Dividenda      | 19,1 CZK |
| Celkový výnos  | 40,8 %   |

Sektorové doporučení  
Neutrální

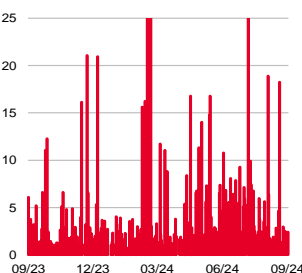
Typ investice  
Dividendový výnos  
Růst skrz akvizice

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

### Data o akci

|                       |                 |
|-----------------------|-----------------|
| RIC KOFOL.PR Bloom    | KOFOL CP        |
| 52týdenní rozmezí     | 263 - 308       |
| Tržní kap. (mld. CZK) | 6,7             |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 266             |
| Volně obchod. (%)     | 27              |
| Výkon (%)             | 1m 3m 12m       |
| Akcie                 | -2,0 0,3 7,6    |
| Relativně k PX        | -4,3 -3,1 -10,3 |

Zdroj: Bloomberg

### Poslední analýza a komentář:

[https://bit.ly/Kofola\\_4Q23](https://bit.ly/Kofola_4Q23)

[https://bit.ly/Kofola\\_1Q24](https://bit.ly/Kofola_1Q24)

[https://bit.ly/Kofola\\_exDVD24](https://bit.ly/Kofola_exDVD24)

SOCIETE

GENERALE

GROUP

**Opakujeme doporučení *Koupit* pro akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko s cílovou cenou 402 CZK na jednu akcii** (předchozí doporučení a cílová cena byly *Koupit* a 313 CZK ze dne 29. 5. 2023). Předpokládáme, že Kofola dodá svým akcionářům podstatný růst hospodaření, který bude stát na dvou pilířích. Jednak to bude organický růst a dále bude podstatný také příspěvek nedávných akvizic zejména pivovarnické skupiny Pivovary CZ, který se naplno projeví od druhého čtvrtletí tohoto roku.

**Očekávaný výhled hospodaření:** Kofola má ambice dosáhnout v tomto roce EBITDA 1,55-1,80 mld. CZK, což by znamenalo meziroční růst o vysokých +33,6 % a o +25 % vyšší výnosy. Podle našeho modelu by výsledky měly směřovat ke spíše horní hranici celoročního cíle. Průměrné roční tempo růstu v letech 2024-2028 by mělo dosáhnout +11,6 % u zisku EBITDA a +8,9 % u celkových tržeb. Kofola byla velmi aktivní na poli M&A. Nevylučujeme další akvizice, jsme přesvědčení, že Kofola bude nadále detailně monitorovat veškeré příležitosti, i když předpokládáme, že se bude nyní soustředit hlavně na začlenění nových entit a dodání synergií.

**Ocenění akcií:** K valuaci akcií Kofoly jsme použili DCF (model diskontovaného volného cash flow) pro 2024-2028. Předpokládáme náklady na kapitál 7,2-8,4 % pro sledované období a 8,4 % pro terminální hodnotu. Naše ocenění zahrnuje slevu za nízkou likviditu. Dlouhodobou míru růstu předpokládáme na úrovni 2 %. Na základě DCF jsme dospěli k **ocenění Kofoly ve výši 402 CZK na jednu akcii**. Ve srovnání se současnou tržní cenou to nabízí potenciál ve výši +34,4 %. Celkový potenciál včetně dividendového výnosu pak činí +40,8 %. Tomu odpovídá **doporučení *Koupit***.

Na základě naší projekce oceňujeme Kofolu na P/E 11,3x a EV/EBITDA 6,7x. Medián sektoru srovnatelných společností je vyšší a pohybuje se na úrovni 21,5x respektive 14,2x. Kofola se tak obchoduje s velkou slevou vůči konkurenci. Jedním z důvodů může být malý počet volně obchodovaných akcií (free float). Na druhou stranu nabízí podstatně vyšší dividendový výnos, pravděpodobně zdaleka nejvyšší mezi konkurenty.

**Hlavní rizika:** Mezi významná rizika řadíme vysoký růst cen vstupních materiálů (sladidla nebo obalové materiály) či vysoké ceny energií, podobně jak to bylo v krizových letech. Potenciální hrozbou je též restrikce distribučních kanálů, tak jako tomu bylo v případě pandemie. Poptávku může negativně ovlivnit také pokles reálné kupní síly spotřebitelů.

**Očekávané události:** Výsledky za druhé čtvrtletí roku 2024 by měla Kofola zveřejnit 23. září.

| Finanční data            | 2023  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | Poměrové ukazatele     | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------|-------|--------|--------|--------|------------------------|------|-------|-------|-------|
| Výnosy (mil. CZK)        | 8 690 | 10 883 | 11 441 | 12 042 | P/E (x)                | 14,9 | 12,6  | 11,3  | 10,3  |
| EBITDA marže (%)         | 14,4  | 15,7   | 17,3   | 17,1   | Price / cash flow      | 6,7  | 17,3  | 9,7   | 9,6   |
| Čistý zisk (mil. CZK)    | 369   | 709    | 796    | 866    | Dividendový výnos (%)  | 4,5  | 3,4   | 4,7   | 5,3   |
| Zisk na akcii (CZK)      | 16,6  | 31,8   | 35,7   | 38,8   | Price / book value (x) | 3,8  | 4,8   | 4,0   | 3,4   |
| Dividenda na akcii (CZK) | 13,5  | 13,5   | 19,1   | 21,4   | EV/výnosy (x)          | 1,0  | 1,2   | 1,2   | 1,1   |
| Výplatní poměr (%)       | 114   | 82     | 60     | 60     | EV/EBITDA (x)          | 6,7  | 7,9   | 6,7   | 6,3   |
| Úrokové krytí (x)        | 2,5   | 4,7    | 6,4    | 6,8    | Cena / provozní CF     | 3,7  | 7,6   | 5,5   | 5,4   |
| Čistý dluh/VK (%)        | 2,0   | 2,5    | 1,9    | 1,5    | ROE (%)                | 26,4 | 42,7  | 38,8  | 35,6  |



**Bohumil Trampota**  
Akciový analytik  
bohumil.trampota@kb.cz  
(420) 222 008 560

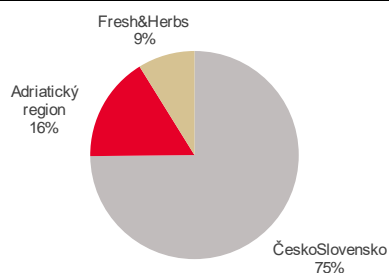
## Obsah

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Základní přehled o společnosti.....</b>         | <b>3</b>  |
| <b>Hospodaření společnosti a jeho výhledy.....</b> | <b>4</b>  |
| Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření.....    | 4         |
| M&A.....   | 5         |
| Dlouhodobý výhled.....                             | 6         |
| Dividendová politika.....                          | 8         |
| Zadlužení společnosti.....                         | 9         |
| <b>Sektorové srovnání .....</b>                    | <b>10</b> |
| <b>Ocenění.....</b>                                | <b>10</b> |
| <b>Hlavní rizika.....</b>                          | <b>12</b> |

## Základní přehled o společnosti

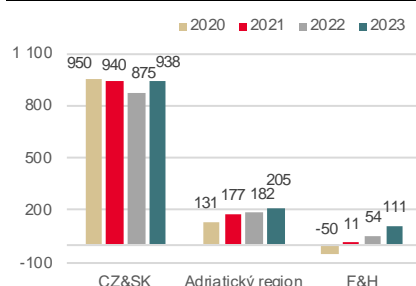
| Silné stránky   | Slabé stránky  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Vedoucí postavení na slovenském a slovinském trhu, druhá pozice na českém a chorvatském trhu</li> <li>Velmi silné lokální značky</li> <li>Dlouhodobé zkušenosti managementu v oblasti výroby a distribuce nealkoholických nápojů</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Velká vyjednávací síla maloobchodních řetězců snižující postavení výrobců, což má negativní vliv na marže</li> <li>Zadlužení; může například ovlivnit schopnost vyplácet dividendu</li> </ul>   |
| Příležitosti  | Hrozby   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Růst společnosti skrze akvizice perspektivních společností</li> <li>Orientace na zdravou výživu, rozšíření produktové základny UGO barů</li> <li>Pokles cen vstupních materiálů/surovin (zejména sladidel a obalových materiálů)</li> <li>Potenciál růstu dividendy</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Jakákoli restriktivní opatření, která omezují hospodaření</li> <li>Výrazný nárůst cen vstupních materiálů/surovin</li> <li>Neúspěch při nových potenciálních akvizicích</li> <li>Nepříznivý hospodářský vývoj zemí, kde skupina působí</li> </ul> |

Geografické rozdělení EBITDA (2023)

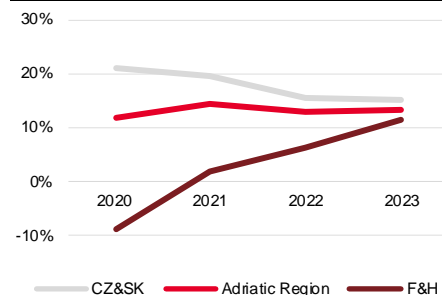


Zdroj: Kofola

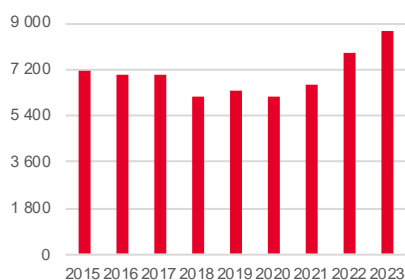
EBITDA dle segmentů (mil. CZK)



EBITDA marže (%)

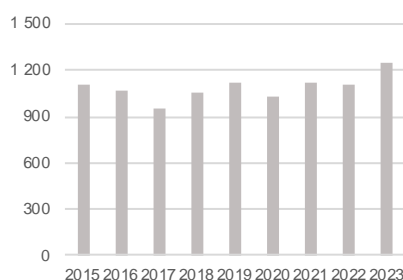


Vývoj tržeb (mil. CZK)

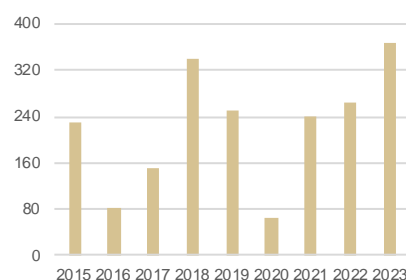


Zdroj: Kofola

Vývoj zisku EBITDA (mil. CZK)



Vývoj čistého zisku (mil. CZK)





## Hospodaření společnosti a jeho výhledy

Poslední zveřejněné výsledky Kofoly jsou za první čtvrtletí tohoto roku. Ze sezónního hlediska je začátek roku nejslabší. Kofola reportovala slušný organický růst. Ten byl navíc podpořen nedávnými akvizicemi. Výsledky překonaly odhady a vedení Kofoly zopakovalo celoroční cíle.

### Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

#### Výsledky hospodaření Kofoly za 1Q24

| mil. CZK   | 1Q23   | 1Q24   | y/y     | KB     | vs KB   | kons.  | vs kons. |
|------------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|----------|
| Tržby      | 1 712  | 2 091  | 22,1 %  | 1 977  | 5,7 %   | 2 034  | 2,8 %    |
| EBITDA     | 218    | 265    | 21,4 %  | 253    | 4,5 %   | 256    | 3,4 %    |
| marže      | 12,7 % | 12,7 % | -0,1 pb | 12,8 % | -0,1 pb | 12,6 % | 0,1 pb   |
| EBIT       | 84,3   | 124    | 47,0 %  | 119    | 4,1 %   | 119    | 4,1 %    |
| Čistý zisk | 34,4   | -18,7  | n.m.    | -2,1   | n.m.    | -11,5  | n.m.     |

Zdroj: Kofola ČeskoSlovensko; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, \* konsensus společnosti

Kofola oznámila za první čtvrtletí tohoto roku **růst tržeb o +22,1 % na 2 091 mil. CZK**. To překonalo konsensus trhu o +2,8 %. Pro nás to bylo pozitivní překvapení, kdy jsme podcenili cenový efekt. **Růst výnosů byl vyšší ve srovnání s předchozí odhadem samotné Kofoly** (tržby +14 %, objem +7 %). Za tím byla **konsolidace skupiny Pivovary CZ na začátku března**. Organický růst samotné Kofoly byl podle očekávání +13,2 %. Náklady na energie byly v meziročním lehce nižší. K poklesu došlo i u obalových materiálů a sladidel. Na druhou stranu personální a marketingové náklady vzrostly. **EBITDA dosáhla 265 mil. CZK**. To odpovídá meziročnímu **růstu o +21,4 %**. Tržby rostly ve všech segmentech Kofoly dvouciferným tempem. U zisku EBITDA ale došlo k poklesu u hlavního sektoru ČeskoSlovensko, kdy EBITDA mírně klesla o 5,5 % při růstu tržeb o +11 %. Je to pravděpodobně náklady spojenými s akvizicemi. EBITDA v Adriatickém regionu a sektoru Fres&Herbs rostla o vysokých +71 % y/y a +63 % y/y. Čistý zisk se překloupil do **ztráty 18,7 mil. CZK**. K tomu došlo vzhledem ke kurzovým změnám a přecenění úvěrů EUR.

Ve srovnání s celoroční projekcí činila EBITDA za 1Q24 téměř 16 % cíle. První kvartál je ze sezónního hlediska nejslabší a neovlivní celoroční čísla do takové míry jako druhé a zejména třetí čtvrtletí, které jsou naopak ze sezónního hlediska nejdůležitější.

### Odhad výsledků za celý rok 2024

Výsledky za celý rok 2024 by mohly být oznámeny v polovině února 2025. Nejbližší kvartální report je v kalendáři na 23. září 2024, kdy bude Kofola reportovat čísla za druhé čtvrtletí, respektive za celou první polovinu tohoto roku.

Připomínáme, že od tohoto roku (2024) zvýšila vláda premiéra Fialy korporátní daň z příjmů na 21 % z 19 %. Došlo také na růst sazby DPH na nápoje. Sazba daně z přidané hodnoty je nově 21 % oproti předchozím 15 %. To by mělo znamenat další růst cen koncovým spotřebitelům a možná také negativním způsobem ovlivní poptávku po nápojích.

| mil. CZK   | 2023   | e2024 (KB) | y/y    |
|------------|--------|------------|--------|
| Tržby      | 8 690  | 10 883     | 25 %   |
| EBITDA     | 1 253  | 1 709      | 36 %   |
| marže      | 14,4 % | 15,7 %     | 1,3 pb |
| EBIT       | 747    | 1 139      | 52 %   |
| Čistý zisk | 369    | 709        | 92 %   |

Zdroj: Kofola ČeskoSlovensko; Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výrazný meziroční růst hospodaření je dán M&A aktivitou Kofoly. Na konci ledna tohoto roku koupila 49 % ve společnosti Mixa Vending. Ta se zaměřuje na provozování jídelních a nápojových automatů. Na začátku března pak Kofola dokončila akvizici 51 % ve skupině Pivovary CZ. Více o akvizicích níže v kapitole M&A.

V našem modelu očekáváme růst celkových tržeb o 25,2 % meziročně na 10,9 mld. CZK. Předpokládáme, že růst objemů by měl být mírně vyšší ve srovnání s předchozím rokem. Projevit by se měla také rostoucí reálná kupní síla spotřebitelů. Vzrostou provozní náklady, a to ať už na vstupní materiál, administrativní nebo náklady na prodej. Předpokládáme také, že personální náklady porostou s růstem počtu zaměstnanců. Akvizice v tomto roce by mohlo jejich stav zvýšit o asi 600 na celkových asi 2 650. Naopak nižší by měly být náklady na energie. EBITDA za rok 2024 by podle našich odhadů měla vzrůst o +36,6 % y/y na 1,7 mld. CZK. Počítáme také s růstem marže o více jak procentní bod (+1,3 pb). Čistý zisk dosáhne podle našich projekcí 709 mil. CZK (+92,2 %). Naše odhady považujeme za konzervativní. Pro rok 2024 jsou na tržbách ve shodě s projekcí společnosti a na zisku EBITDA blíže hornímu konci cíle Kofoly.

**Celoroční projekce:** Vedení Kofoly očekává pro tento rok EBITDA 1,55-1,80 mld. CZK a růst tržeb o +25 % y/y. Tato čísla zahrnují i nedávné akvizice. Samotná Kofola (srovnatelná s rokem 2023) by měla mít EBITDA 1,35-1,45 mld. CZK a růst výnosů o +7 % y/y. Připomínáme, že hospodaření Kofoly podléhá sezónním faktorům. Pro celoroční výsledky jsou vzhledem k sezónnosti hospodaření Kofoly nejdůležitější druhý a třetí kvartál.

## M&A

Akvizice jsou jedním z kanálů, který mimo standardní organický růst pomůže rozvíjet hospodaření společnosti.

V poslední době byla Kofola velmi aktivní, co se týká nových akvizic. Na začátku roku dokončila koupi jabloňových sadů v Libině. V lednu uzavřela akvizici 49 % ve firmě Mixa Vending, která provozuje nápojářské a jídelní automaty. A na začátku března pak následovala nejvýznamnější transakce. Kofola vstoupila do pivovarnického byznysu a koupila 51 % podíl ve skupině Pivovary CZ. Doplní tím portfolio svých soft drinků a ciderů. Předpokládáme také, že Kofola má předkupní právo na zbývající podíly. Pokud by se zbývající akcionáři (RSJ 29 % a Úsovsko 20 %) rozhodli k exitu z těchto operací, očekávali bychom, že Kofola jejich podíly koupí.

Mixa Vending má obrát asi 170 mil. CZK a EBITDA 36 mil. CZK. Zaměstnává kolem 100 pracovníků.

Pivovary CZ zahrnuje tradiční značky piva Zubr, Holba a Litovel. Skupina má roční výnosy kolem 1,3 mld. CZK a zisk EBITDA asi 250 mil. CZK. Kofola tím rozšíří své portfolio o tradiční značky piva.

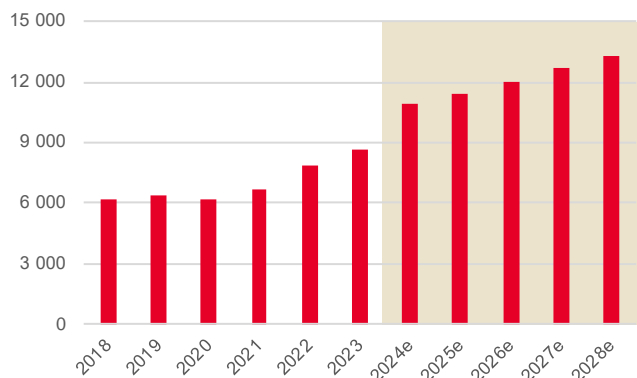
Předpokládáme, že se Kofola nyní zaměří na konsolidaci uvedených společností. Nicméně jsme přesvědčeni, že nepřestane sledovat trh a jakékoli další příležitosti rozšíření. Mezi potenciální akviziční cíle by mohly patřit operace, které by dále rozšířily stávající nápojářský segment. Další z oblastí, kde by se mohly rekrutovat případné akvizice, by mohl být ze sektoru ingrediencí, zejména na panenské úrovni. Na udržitelnost svého podnikání klade Kofola opravdu velký důraz. Jakékoli další akvizice by měly být podle filozofie společenské odpovědnosti, kterou Kofola prosazuje.

Aktivita na poli M&A transakcí může mít mimo jiné za následek růst zadlužení. To by mohlo ovlivnit například schopnost Kofoly vyplácet svým akcionářům dividendu (viz níže Zadlužení a

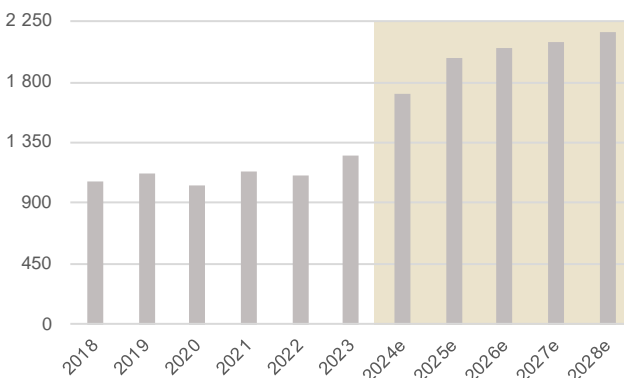
Dividendy). Ale ne všechny M&A transakce by měly za následek podstatné zvýšení zadlužení. Kofola by mohla financovat větší akvizice vydáním nových akcií, pomocí Joint Venture nebo s finančním partnerem.

## Dlouhodobý výhled

Tržby (mil. CZK)



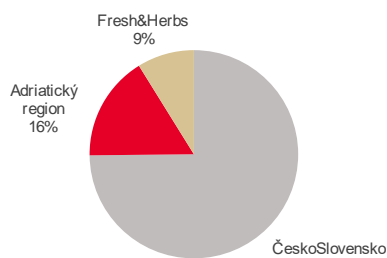
EBITDA (mil. CZK)



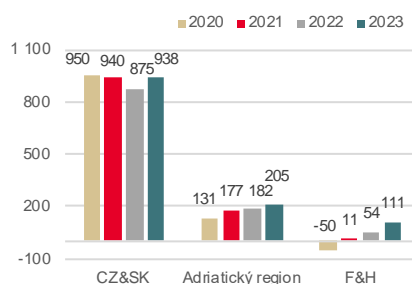
Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nové akvizice, zejména společnosti Pivovary CZ, podstatně navýší hospodaření Kofoly. Navíc Pivovary CZ by měly mít svůj hlavní byznys ve stejném regionu, ve kterém je tradičně velmi silná i Kofola. Jedná se zejména o Moravu. Odhadujeme, že i když pivovary spadají z geografického hlediska hlavně do ČeskoSlovenských operací, začne Kofola kromě tradičních pilířů hospodaření, pravděpodobně již od následujícího reportu (výsledky za 2Q24, 23. září 2024), zveřejňovat data o dalším segmentu - Pivovarnictví. Stěžejní sektory podnikání budou nyní čtyři: ČeskoSlovensko, Adriatický region, který zahrnuje Slovinsko a Chorvatsko, Fresh&Herbs neboli Čerstvé&Voňavé (UGO, čajový byznys, sirupy, šťávy) a konečně také Pivovarnictví.

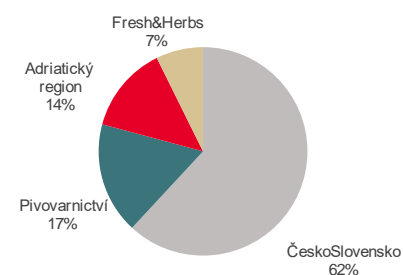
EBITDA skupiny Kofola (2023)



EBITDA dle segmentů (mil. CZK)



EBITDA očekávané složení



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nejvyšší podíl na zisku EBITDA mají ČeskoSlovenské operace. V minulém roce to bylo 75 % celkové EBITDA. Na pomyslném druhém místě byl Adriatický region s 16 % a následoval sektor F&H s 9 %. To je názorně vidět na koláčovém grafu výše. Nicméně po dokončení akvizic, zejména Pivovarů CZ, přibude další segment podnikání, který by měl ukousnout podíl všem zmíněným odvětvím.

Podle našich odhadů bude stále hrát prim ČeskoSlovensko, kde by se mohl podíl snížit na asi 62 %. Asi 17 % by měly dodat Pivovary CZ a Adriatický region 14 %. Zbytek by pak dodal F&H s 7 %. Opět je to vidět na grafu vpravo nahoře.

V letošním roce (2024) by chtěla Kofola dosáhnout EBITDA 1,55-1,80 mld. CZK při růstu tržeb o +25 %. Pro zisk EBITDA to znamená meziroční růst o téměř +34 %. Tato projekce zahrnuje i nové akvizice. CAPEX by se měl vejít do 40 % EBITDA a zadlužení zůstat pod 3,0x. samostatná Kofola srovnatelná s rokem 2023 by měl mít EBITDA 1,35-1,45 mld. CZK a výnosy vyšší o +7 % y/y.

Připomínáme, že hospodaření Kofoly je ovlivněno sezónností. Nejsilnější jsou letní měsíce. Nejúspěšnějším čtvrtletím je třetí „dovolenkový“ kvartál, který za poslední tři roky přispěl do celkového zisku EBITDA 44 %. Následuje 2Q s 30 % a nejslabší jsou 4Q (14 %) a 1Q (12 %). Předpokládáme, že nový sektor hospodaření bude mít stejnou sezónnost jako stávající byznys Kofoly.

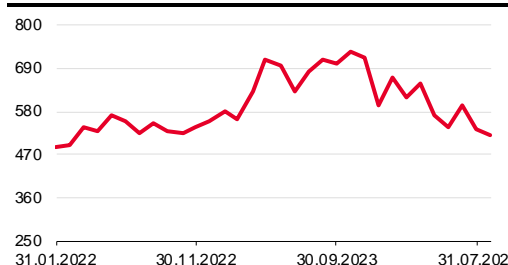
Podle našich odhadů dosáhne Kofola za celý rok růst tržeb o +25,2 % y/y (10,9 mld. CZK). Předpokládáme, že se mimo akvizičního růstu projeví i organický, kde by měl být vidět cenový efekt. V posledním roce sledovaného období čekáme tržby 13,3 mld. CZK. To odpovídá průměrnému ročnímu tempu růstu o +8,9 % (CAGR). Nejdůležitějším segmentem nadále zůstane Československo s asi 60 % podílem. Následovat by měly Pivovary (15 %) a Adriatický region (15 %) a F&H (10 %).

Mezi přímé náklady na materiál patří kategorie obalů a sladidel. Obaly tvořily v roce 2023 46,8 % (pokles z 57,8 % v 2022) materiálových nákladů. Sladidla pak 36,6 % (23,8 % v 2022) a ostatní (např. koncentráty) 16,6 % (18,4 % v 2022).

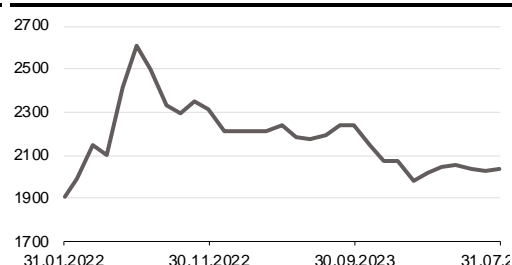
Z grafů níže je vidět vývoj ceny obalů (PET) a cukru. U obalů je vidět, že byly v loňském roce více méně stabilní s poklesem na konci roku. Od začátku tohoto roku jsou zhruba na úrovni konce loňského. Podobný vývoj můžeme pozorovat také u cukru. Pokles ceny na konci minulého roku. A ceny PET by měly v letošním roce mírně klesnout, u cukru čekáme více méně stabilní vývoj.

Pokles se dá čekat také u nákladů na energie. Bylo to vidět i ve výsledcích za 1Q24. Po energetické krizi, kdy vrcholilo období velmi vysokých cen energií, dojde v letošním roce k jejich poklesu.

Ceny cukru (USD/t)



Polyesterová pryskyřice (USD/t)

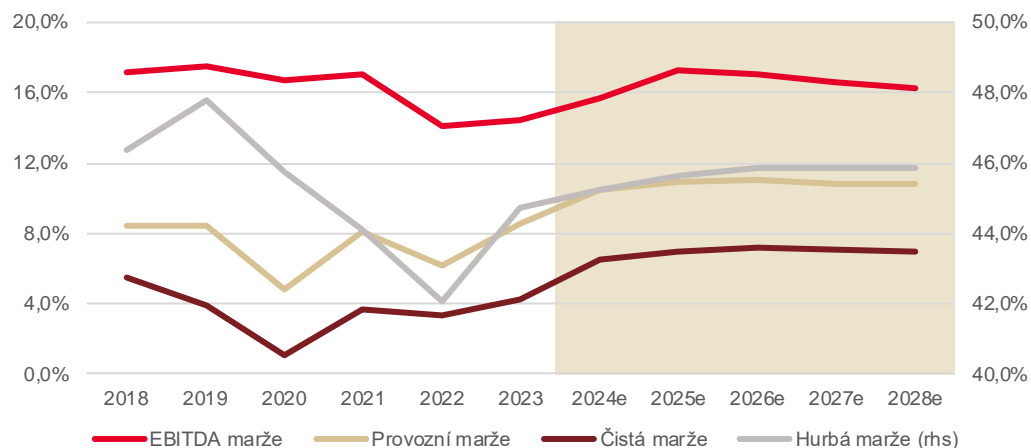


Source: Bloomberg

Celkové provozní náklady porostou tempem +8,3 % (CAGR 2024-2028) a v posledním roce periody dosáhnou 4,7 mld. CZK. Náklady vzrostou spolu s vyšším objemem. A personální náklady kvůli vyššímu počtu zaměstnanců. Většinu z nich, asi tři čtvrtiny, tvoří náklady na prodej, marketing a distribuci. Očekáváme průměrný růst u této kategorie +7,8 % na 3,6 mld. CZK v 2028. Mírně vyšším tempem odhadujeme růst administrativních nákladů (+8,6 %, -1,1 mld. CZK v 2028). Vzhledem k faktu, že domovský region, ve kterém je Kofola tradičně nejsilnější, je také stěžejním trhem pro Pivovary CZ, mělo by dojít k nákladovým synergiím.

Letos by Kofola měla podle našich odhadů reportovat EBITDA ve výši 1,7 mld. CZK, což odpovídá meziročnímu růstu o +36,3 %. V poslední sledovaném roce by měla vzrůst na 2,2 mld. CZK, to představuje CAGR +11,6 %.

#### Srovnání marží (%)



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V roce 2022 klesly marže Kofoly vzhledem k vrcholící energetické krizi a vysokým nákladům na energie. V předchozích letech negativně ovlivnily zejména restaurační byznys restriktce spojené s pandemií koronaviru. To stojí za poklesem marže EBITDA v těchto letech. V minulém roce byla EBITDA marže 14,4 %. Letos odhadujeme marži 15,7 % a v následujících letech předpokládáme její růst přes 17 %. A dalších letech by se měla pohybovat zhruba kolem této úrovně.

### Dividendová politika

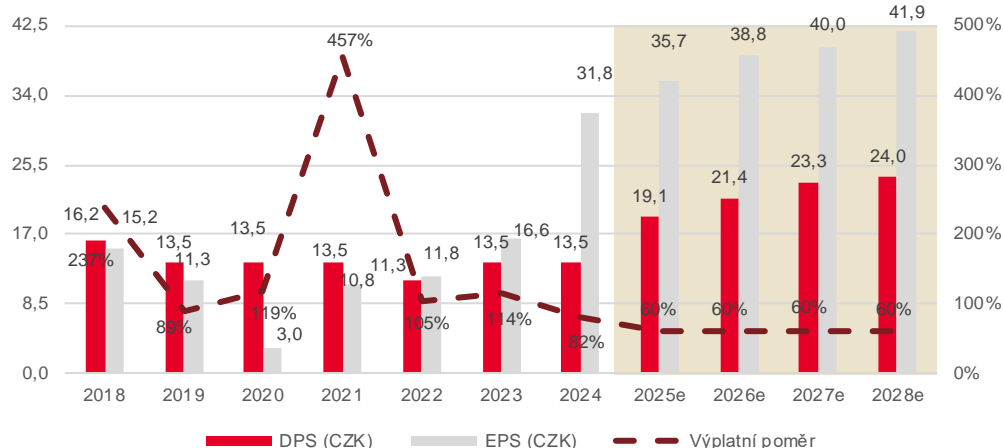
Kofola tradičně vyplácí svým akcionářům dividendu v objemu asi 300 mil. CZK ročně. To odpovídá 13,50 CZK na jednu akcii. Pouze za rok 2021, tzn. výplata proběhla v roce 2022, došlo k distribuci dividendy ve výši 11,30 CZK na akcii. Ke snížení dividendy v tomto roce došlo vzhledem k restrikcím vztahujícím se ke koronakrizi. Letos (9. srpna) vyplatila Kofola tradičních 13,50 CZK. To odpovídá hrubému výnosu +4,5 %.

Od příštího roku, to je ze zisku stávajícího, očekáváme, že Kofola vyplatí vyšší dividendu, než bylo dosud pravidlem. Kofole podstatně vzroste hospodaření a výrazně tak vzroste prostor pro výplatu podílu na zisku. A to za námi odhadovaného poklesu zadlužení. Předpokládáme, že se o zisky podělí se svými akcionáři. Očekáváme, že Kofola tedy změní svou dividendovou politiku. Konzervativně odhadujeme distribuci 60 % čistého zisku. To by pro výplatu v příštím roce znamenalo dividendu 19,10 CZK na jednu akcii a atraktivní hrubý dividendový výnos +6,4 %.

Dividenda by v posledním sledovaném roce při zachování 60% výplatního poměru dosáhla 24 CZK. A hrubý výnos by se vyšplhal na +8 %.



## Dividendová politika



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka; v roce, ve kterém je vyplacena

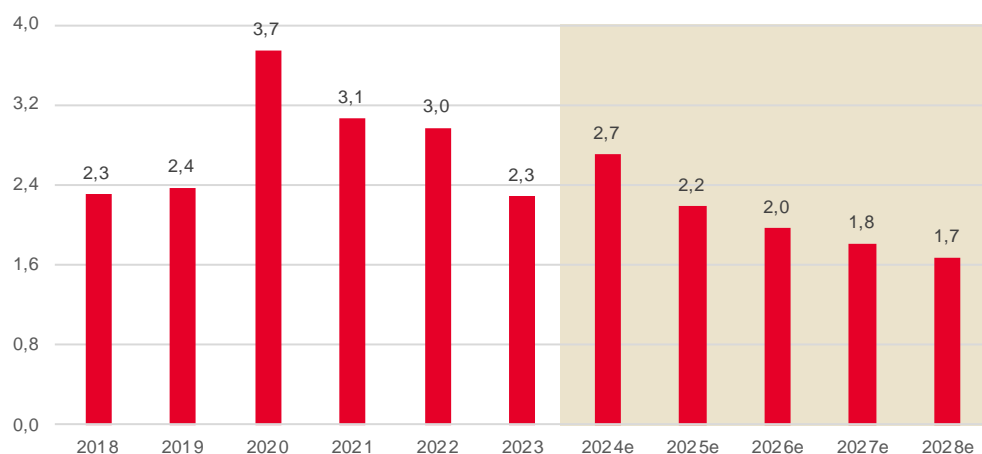
Existují také rizika, která mohou výplatu dividendy ohrozit. Akviziční apetit Kofoly by mohl být jedním z nich. Výplatu dividendy by mohla také ovlivnit aktuální tržní situace jako např. korona krize a s tím spojené restriktce, energetická krize, respektive prudký nárůst nákladů. Nebo vysoké zadlužení.

## Zadlužení společnosti

Cíl Kofoly je mít na konci tohoto roku zadlužení (čistý dluh k zisku EBITDA) do úrovně 3,0x. Bankovní kovenanty zadlužení jsou stanoveny na 3,5x.

Zadlužení Kofoly na konci prvního kvartálu bylo 2,7x. To je mírný nárůst z 2,28x na konci 2023. Důvodem je dokončení nedávných akvizic. Pro zbytek roku by již neměla být splatná žádná podstatná částka. V našich projekcích očekáváme zadlužení 2,7x i na konci tohoto roku.

## Zadlužení: Čistý dluh / EBITDA



Zadlužení klesne na velmi komfortní úroveň.

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V následujících letech by mělo zadlužení mírně klesat lehce až pod úroveň 2,0x. Takovouto výši považujeme za komfortní. Mohlo by to umožnit nějaké další akvizice nebo například vyšší dividendu. Pokud by došlo k nějaké podstatnější akvizici, dovedeme si představit, že by se zadlužení, pravděpodobně krátkodobě, zvýšilo možná i nad úroveň bankovních kovenantů.



Z grafu výše je patrné, že i když zadlužení vystřelilo nad očekávání, dokázala ho Kofola rychle snížit. Ale ani za takového zadlužení Kofola neztratila schopnost vyplácet dividendu.

## Sektorové srovnání

Skupina Kofola nemá v České republice srovnatelnou konkurenci, která by se zároveň obchodovala na burze. Proto jsme pro srovnání vybrali společnosti s podobným zaměřením prodávající své produkty ať už v České republice či jiných evropských zemích. Zároveň jsme pro porovnání s celým trhem zaměřeným na výrobu nealkoholických nápojů použili odvětvový index S&P 500 Soft Drinks.

Kofola se obchoduje s významnou slevou vůči zahraniční konkurenci.

V tabulce níže jsou vybrané ukazatele, které použijeme při srovnání Kofoly a sektoru podobných společností. U všech sledovaných násobků (viz tabulka níže) se Kofola obchoduje s výrazným diskontem ve srovnání s mediánem srovnatelných společností. Ale nabízí také ve srovnání se sektorem nadprůměrný 4,5 % dividendový výnos. Pravděpodobně nejvyšší v tomto odvětví.

Relativní srovnání vybraných násobků indikuje podstatnou slevu v ocenění Kofoly vůči srovnatelným společnostem.

### Kofola vs. srovnatelné společnosti

|                                | P / E  |        |        | EV/EBITDA |        |        | EV/Sales |        |        | P/S    |        |        | ROE    | Divi. % |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|                                | 2024   | 2025   | 2026   | 2024      | 2025   | 2026   | 2024     | 2025   | 2026   | 2024   | 2025   | 2026   | akt.   | akt.    |
| Kofola ČeskoSlovensko AS       | 12,6   | 11,3   | 10,3   | 7,9       | 6,7    | 6,3    | 1,2      | 1,2    | 1,1    | 0,8    | 0,8    | 0,7    | 42,7   | 4,5     |
| Coca-Cola Co/The               | 25,4   | 23,9   | 22,4   | 22,5      | 21,0   | 19,7   | 7,4      | 7,0    | 6,7    | 6,8    | 6,5    | 6,2    | 41,1   | 2,7     |
| PepsiCo Inc                    | 21,2   | 19,7   | 18,4   | 15,5      | 14,5   | 13,6   | 2,9      | 2,8    | 2,7    | 2,5    | 2,4    | 2,3    | 51,3   | 3,1     |
| Monster Beverage Corp          | 27,9   | 24,5   | 21,9   | 20,3      | 18,2   | 16,3   | 6,0      | 5,5    | 5,1    | 6,1    | 5,6    | 5,2    | 24,6   | n/a     |
| AG Barr PLC                    | 17,5   | 15,5   | 14,0   | 9,8       | 8,7    | 8,1    | 1,6      | 1,6    | 1,5    | 1,7    | 1,7    | 1,6    | 13,7   | 2,3     |
| Keurig Dr Pepper Inc           | 19,0   | 17,7   | 16,6   | 14,3      | 13,7   | 13,1   | 4,3      | 4,1    | 4,0    | 3,2    | 3,1    | 3,0    | 8,7    | 2,3     |
| Fevertree Drinks PLC           | 30,3   | 23,2   | 19,2   | 17,3      | 13,9   | 11,7   | 2,6      | 2,4    | 2,2    | 2,7    | 2,5    | 2,3    | 6,5    | 1,9     |
| MEDIAN                         | 23,3   | 21,5   | 18,8   | 16,4      | 14,2   | 13,4   | 3,6      | 3,5    | 3,3    | 3,0    | 2,8    | 2,7    | 19,2   | 2,3     |
| S&P 500 Soft Drinks & Non-alco | 22,8   | 21,7   | 20,3   | 17,9      | 16,7   | 15,5   | n/a      | n/a    | n/a    | 3,8    | 3,7    | 3,5    | 32,2   | n/a     |
| Kofola vs median               | -45,8% | -47,6% | -44,9% | -51,6%    | -52,6% | -52,7% | -65,4%   | -66,4% | -67,6% | -72,2% | -72,0% | -72,0% | 122,6% | 91,6%   |
| Kofola vs S&P 500 Soft Drinks  | -44,6% | -48,0% | -48,9% | -55,7%    | -59,8% | -59,3% | n/a      | n/a    | n/a    | -78,3% | -78,8% | -79,0% | 32,5%  | n/a     |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Připomínáme, že sektorové srovnání s nejbližšími konkurenty může být zavádějící. Důvodem jsou zejména rozdíly v jednotlivých společnostech. To se týká velikosti, geografie, produkt mixu nebo kapitálové struktury. Tuto metodu relativního srovnání s konkurencí považujeme pouze za doplňkovou.

## Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili dvoustupňový model DCF.

Naše nová cílová cena je 402 CZK.

**K ocenění hodnoty akcií společnosti Kofola jsme dospěli pomocí dvoustupňového modelu diskontovaného volného cash flow (DCF) s pětiletým explicitním obdobím.** Volný cash flow je diskontován pomocí vážených nákladů na kapitál (WACC) v rozmezí 7,2-8,4 % pro sledované období (2024-2028) a 8,4 % pro terminál při očekávaném dlouhodobém růstu na hranici 2 %. Naše ocenění zahrnuje také slevu za nízkou likviditu. Na základě DCF modelu jsme odhadli **fair value akcií společnosti na 402 CZK za jednu akcii.**

## Parametry ocenění akcií společnosti Kofola

|                                     | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | 2028e        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Vážené náklady kapitálu</b>      | <b>7,2%</b>  | <b>7,6%</b>  | <b>7,9%</b>  | <b>8,1%</b>  | <b>8,4%</b>  |
| <b>Naklady na vlastní kapitál</b>   | <b>10,9%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> |
| Prémie za likviditu                 | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         |
| Beta                                | 0,830        | 0,830        | 0,830        | 0,830        | 0,830        |
| Bezriziková úroková míra            | 3,9%         | 4,0%         | 4,1%         | 4,2%         | 4,2%         |
| Akciová riziková přírážka           | 5,7%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         |
| Riziková prémie země                | 1,1%         | 1,2%         | 1,2%         | 1,2%         | 1,2%         |
| <b>Náklady na dluh</b>              | <b>5,7%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>5,8%</b>  |
| <b>Diskontované FCFF (mil. CZK)</b> |              |              |              |              |              |
| EBITDA                              | 1 709        | 1 977        | 2 057        | 2 102        | 2 165        |
| Zaplacené daně                      | -253         | -251         | -280         | -296         | -302         |
| Změna pracovního kapitálu           | -284         | -113         | -124         | -136         | -149         |
| Kapitálové výdaje                   | -653         | -686         | -723         | -760         | -800         |
| <b>FCFF</b>                         | <b>518</b>   | <b>927</b>   | <b>930</b>   | <b>910</b>   | <b>914</b>   |
| Diskontovaný FCFF                   | 494          | 823          | 765          | 692          | 641          |
| Současná hodnota FCFF do roku 2028e | 3 415        |              |              |              |              |
| Dlouhodobá míra růstu               | 2,0%         |              |              |              |              |
| Současná hodnota FCFF po roce 2028e | 10 265       |              |              |              |              |
| Čistý dluh                          | 4 621        |              |              |              |              |
| Odhad hodnoty vlastního kapitálu    | 8 960        |              |              |              |              |
| <b>Fair value na akcii (CZK)</b>    | <b>402</b>   |              |              |              |              |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost hodnoty cílové ceny na změny diskontní sazby a dlouhodobé míry růstu.

## Analýza citlivosti ocenění

| <b>Cílová cena</b>                          |                |               |                        |               |                |
|---|----------------|---------------|------------------------|---------------|----------------|
| <b>Míra růstu / vážené náklady kapitálu</b> | <b>-100 bb</b> | <b>-50 bb</b> | <b>7,8 % / 8,4 % *</b> | <b>+50 bb</b> | <b>+100 bb</b> |
| 1,0%  | 402            | 444           | 444                    | 402           | 336            |
| 1,5%  | 366            | 402           | 402                    | 366           | 309            |
| 2,0%  | 366            | 402           | 402                    | 366           | 309            |
| 2,5%  | 402            | 444           | 444                    | 402           | 336            |
| 3,0%  | 493            | 553           | 553                    | 493           | 402            |

Pozn.: \* první hodnota odpovídá průměru za roky 2024-28, druhá hodnota po roce 2028

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Hlavní rizika

- **Restriktivní opatření:** Pokud budou zavedeny jakékoli restrikce nebo omezení (jako v minulých letech v souvislosti s pandemií koronaviru), bude to mít negativní vliv na hospodaření Kofoly. Omezují totiž distribuční kanály a snižují poptávku po produktech skupiny.
- **Změna preferencí spotřebitelů:** Preference spotřebitelů se v čase vyvíjejí, a je proto nezbytné, aby společnost sledovala aktuální trendy a směry v této oblasti. Například je vidět rostoucí zájem o zdravý životní styl (zdravou stravu). Pokud by se Kofola nepřizpůsobila, mohlo by to ohrozit její tržby a podíl na trhu.
- **Vyspělé trhy:** V zemích, kde skupina Kofola působí, je trh s nealkoholickými nápoji silně konkurenční. Jak mezinárodní, tak místní producenti spolu soupeří nabídkou široké produktové škály. Tato situace s sebou nese zvýšené riziko tlaku na snižování cen či ztráty tržního podílu.
- **Maloobchodní segment tlačí marže dolů:** Zákazníci obecně preferují nákupy zlevněného zboží, které jim maloobchodní segment dokáže nabídnout. Tím maloobchod získává na významu a roste jeho vyjednávací síla vůči skupině Kofola. Zvyšuje to tlaky na snižování prodejních cen či brání promítnutí růstu cen vstupních surovin do konečné ceny.
- **Vstupní suroviny:** Pro skupinu představují jedny z nejvýznamnějších nákladových položek právě vstupní suroviny, jako jsou cukry/sladidla a obalové materiály. Jejich ceny se odvíjejí od cen komodit na trzích, jako je cukr a polyesterová pryskyřice (popřípadě ropa). Náhlý růst cen těchto surovin by měl negativní vliv do ziskovosti produktů a celé skupiny Kofola.
- **Akviziční aktivita:** Organický růst je v případě Kofoly spíše omezený. Proto se nabízí růst pomocí akvizic. Kofola je na poli M&A velmi aktivní (Ondrášovka a Karlovarská Korunní, Mixa Vending, Pivovary CZ). Akvizice je složitý proces, který nemusí pokaždé dopadnout ve prospěch společnosti, hrozí například přeplicení cílové společnosti.
- **Vývoj měnových kurzů:** Množství surovin (hlavně cukr), které skupina používá k výrobě, je nakupováno v eurech či v lokálních měnách s oceněním vycházejícím z EUR. Vzhledem k tomu, že část zemí, ve kterých skupina operuje, se nachází mimo eurozónu, je určitý podíl výnosů skupiny generován v místních měnách. Z toho důvodu je skupina vystavena riziku výkyvů kurzu EUR vůči těmto lokálním měnám.
- **Vývoj úrokových sazeb:** Vzhledem k tomu, že skupina Kofola má ve svém portfoliu bankovní úvěry, tak je vystavena úrokovému riziku, které je do jisté míry kompenzováno zajišťovacími deriváty.

**Finanční údaje Kofoly**

| mil. CZK                         | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b>       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tržby                            | 6 171  | 6 636  | 7 875  | 8 690  | 10 883 | 11 441 | 12 042 | 12 665 | 13 329 |
| Náklady na prodej                | -3 350 | -3 710 | -4 564 | -4 803 | -5 962 | -6 221 | -6 517 | -6 858 | -7 220 |
| Hrubý zisk                       | 2 822  | 2 926  | 3 311  | 3 887  | 4 921  | 5 220  | 5 525  | 5 807  | 6 109  |
| Provozní náklady                 | -2 529 | -2 391 | -2 829 | -3 140 | -3 782 | -3 975 | -4 194 | -4 431 | -4 674 |
| Provozní zisk                    | 293    | 535    | 483    | 747    | 1 139  | 1 245  | 1 330  | 1 376  | 1 435  |
| EBITDA očištěná                  | 1 030  | 1 128  | 1 110  | 1 253  | 1 709  | 1 977  | 2 057  | 2 102  | 2 165  |
| Finanční výsledek, čistý         | -101   | -170   | -83    | -265   | -144   | -129   | -116   | -125   | -124   |
| Zisk před zdaněním               | 192    | 365    | 400    | 482    | 995    | 1 116  | 1 215  | 1 251  | 1 311  |
| Daň z příjmu                     | -126   | -125   | -136   | -113   | -286   | -320   | -349   | -359   | -377   |
| Zisk po zdanění                  | 66     | 240    | 264    | 369    | 709    | 796    | 866    | 891    | 935    |
| <b>ROZVAHA</b>                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Celková aktiva                   | 7 537  | 7 236  | 7 503  | 8 028  | 9 727  | 10 279 | 10 861 | 11 431 | 12 039 |
| Dlouhodobá aktiva                | 5 684  | 5 306  | 5 089  | 5 130  | 7 094  | 7 105  | 7 148  | 7 240  | 7 370  |
| Budovy, stroje a zařízení        | 3 449  | 3 221  | 3 098  | 3 113  | 5 856  | 5 811  | 5 807  | 5 841  | 5 911  |
| Ostatní                          | 2 235  | 2 085  | 1 990  | 2 017  | 1 238  | 1 294  | 1 341  | 1 399  | 1 460  |
| Oběžná aktiva                    | 1 854  | 1 929  | 2 415  | 2 897  | 2 633  | 3 175  | 3 713  | 4 191  | 4 669  |
| Zásoby                           | 519    | 641    | 766    | 706    | 954    | 987    | 1 023  | 1 058  | 1 096  |
| Pohledávky z obchodního styku    | 783    | 867    | 998    | 1 120  | 1 491  | 1 646  | 1 815  | 1 995  | 2 191  |
| Peněžní prostředky a ekvivalenty | 544    | 392    | 626    | 1 071  | 188    | 541    | 876    | 1 137  | 1 382  |
| Ostatní                          | 7      | 30     | 24     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Vlastní kapitál                  | 1 307  | 1 297  | 1 288  | 1 458  | 1 866  | 2 236  | 2 625  | 2 997  | 3 396  |
| Dlouhodobé závazky               | 3 993  | 3 436  | 3 664  | 3 763  | 4 557  | 4 603  | 4 650  | 4 697  | 4 744  |
| Krátkodobé závazky               | 2 237  | 2 503  | 2 552  | 2 807  | 3 303  | 3 440  | 3 586  | 3 738  | 3 899  |
| <b>VÝKAZ CASH FLOW</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Zisk před zdaněním               | 192    | 365    | 400    | 482    | 995    | 1 116  | 1 215  | 1 251  | 1 311  |
| Odpisy                           | 632    | 618    | 586    | 540    | 570    | 732    | 726    | 726    | 730    |
| Ostatní nepeněžní operace        | 152    | 168    | 80     | 481    | 146    | 133    | 118    | 129    | 127    |
| Placené daně                     | -131   | -149   | -98    | -84    | -253   | -251   | -280   | -296   | -302   |
| Změna pracovního kapitálu        | -60    | 140    | -45    | 65     | -284   | -113   | -124   | -136   | -149   |
| Cash flow z provozní aktivity    | 785    | 1 142  | 923    | 1 485  | 1 173  | 1 617  | 1 655  | 1 674  | 1 717  |
| Cash flow z investiční aktivity  | -1 349 | -231   | -382   | -396   | -653   | -686   | -723   | -760   | -800   |
| Placené dividendy                | -275   | -288   | -253   | -287   | -301   | -425   | -477   | -520   | -535   |
| Cash flow z finanční aktivity    | 325    | -1 052 | -1 052 | -644   | -1 403 | -577   | -599   | -652   | -672   |
| Změna hotovosti                  | -231   | -152   | 235    | 445    | -883   | 354    | 334    | 262    | 245    |

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Finanční údaje Kofoly

|                               | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-------------------------------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>ZISKOVOST</b>              |       |      |      |      |       |       |       |       |       |
| ROE (%)                       | 4,6   | 18,0 | 19,8 | 26,4 | 42,7  | 38,8  | 35,6  | 31,7  | 29,2  |
| ROA (%)                       | 0,9   | 3,3  | 3,6  | 4,8  | 8,0   | 8,0   | 8,2   | 8,0   | 8,0   |
| ROIC (%)                      | 1,2   | 4,4  | 5,1  | 6,9  | 11,8  | 11,6  | 11,8  | 11,5  | 11,4  |
| <b>MARŽE</b>                  |       |      |      |      |       |       |       |       |       |
| Hrubá marže (%)               | 45,7  | 44,1 | 42,0 | 44,7 | 45,2  | 45,6  | 45,9  | 45,8  | 45,8  |
| EBITDA marže (%)              | 16,7  | 17,0 | 14,1 | 14,4 | 15,7  | 17,3  | 17,1  | 16,6  | 16,2  |
| Provozní marže (%)            | 4,7   | 8,1  | 6,1  | 8,6  | 10,5  | 10,9  | 11,0  | 10,9  | 10,8  |
| Zisková marže (%)             | 1,1   | 3,6  | 3,4  | 4,2  | 6,5   | 7,0   | 7,2   | 7,0   | 7,0   |
| <b>DYNAMIKA RŮSTU</b>         |       |      |      |      |       |       |       |       |       |
| Tržby (%)                     | -3,7  | 7,5  | 18,7 | 10,3 | 25,2  | 5,1   | 5,2   | 5,2   | 5,2   |
| Náklady na prodej (%)         | 0,1   | 10,8 | 23,0 | 5,2  | 24,1  | 4,4   | 4,8   | 5,2   | 5,3   |
| EBITDA (%)                    | -16,0 | 24,6 | -7,4 | 20,5 | 32,7  | 15,7  | 4,0   | 2,2   | 3,0   |
| EBITDA očištěná (%)           | -8,0  | 9,5  | -1,6 | 12,9 | 36,3  | 15,7  | 4,0   | 2,2   | 3,0   |
| Čistý zisk (%)                | -74   | 265  | 10   | 40   | 92    | 12,2  | 8,9   | 2,9   | 4,8   |
| <b>FINANCOVÁNÍ</b>            |       |      |      |      |       |       |       |       |       |
| Č. dluh / EBITDA (x)          | 3,7   | 3,1  | 3,0  | 2,3  | 2,7   | 2,2   | 2,0   | 1,8   | 1,7   |
| Č. dluh / vlastní kapitál (x) | 2,9   | 2,7  | 2,6  | 2,0  | 2,5   | 1,9   | 1,5   | 1,3   | 1,1   |
| Aktiva / vlastní kapitál (x)  | 5,8   | 5,6  | 5,8  | 5,5  | 5,2   | 4,6   | 4,1   | 3,8   | 3,5   |
| Úrokové krytí (x)             | 2,4   | 3,1  | 2,0  | 2,5  | 4,7   | 6,4   | 6,8   | 6,9   | 7,2   |
| <b>OCENĚNÍ</b>                |       |      |      |      |       |       |       |       |       |
| P/E (x)                       | 79,1  | 26,7 | 23,9 | 14,9 | 12,6  | 11,3  | 10,3  | 10,1  | 9,6   |
| Cena / Provozní cash flow (x) | 6,6   | 5,6  | 6,8  | 3,7  | 7,6   | 5,5   | 5,4   | 5,4   | 5,2   |
| Cena / Volný cash flow (x)    | 14,5  | 7,6  | 11,4 | 6,7  | 17,3  | 9,7   | 9,6   | 9,8   | 9,8   |
| Price / book value (x)        | 3,9   | 4,8  | 4,7  | 3,8  | 4,8   | 4,0   | 3,4   | 3,0   | 2,6   |
| EV / Výnosy (x)               | 1,5   | 1,5  | 1,2  | 1,0  | 1,2   | 1,2   | 1,1   | 1,0   | 0,9   |
| EV / EBITDA (x)               | 8,8   | 8,8  | 8,6  | 6,7  | 7,9   | 6,7   | 6,3   | 6,1   | 5,8   |
| <b>ÚDAJE NA AKCII (CZK)</b>   |       |      |      |      |       |       |       |       |       |
| EPS                           | 3,0   | 10,8 | 11,8 | 16,6 | 31,8  | 35,7  | 38,8  | 40,0  | 41,9  |
| Provozní cash flow            | 35,2  | 51,2 | 41,4 | 66,6 | 52,6  | 72,6  | 74,3  | 75,1  | 77,0  |
| Vlastní kapitál               | 60,0  | 60,0 | 59,8 | 65,4 | 83,7  | 100,3 | 117,7 | 134,4 | 152,4 |
| Hrubá dividenda               | 13,5  | 13,5 | 11,3 | 13,5 | 13,5  | 19,1  | 21,4  | 23,3  | 24,0  |
| Dividendový výnos, brutto (%) | 5,8   | 4,7  | 4,0  | 4,5  | 3,4   | 4,7   | 5,3   | 5,8   | 6,0   |

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>

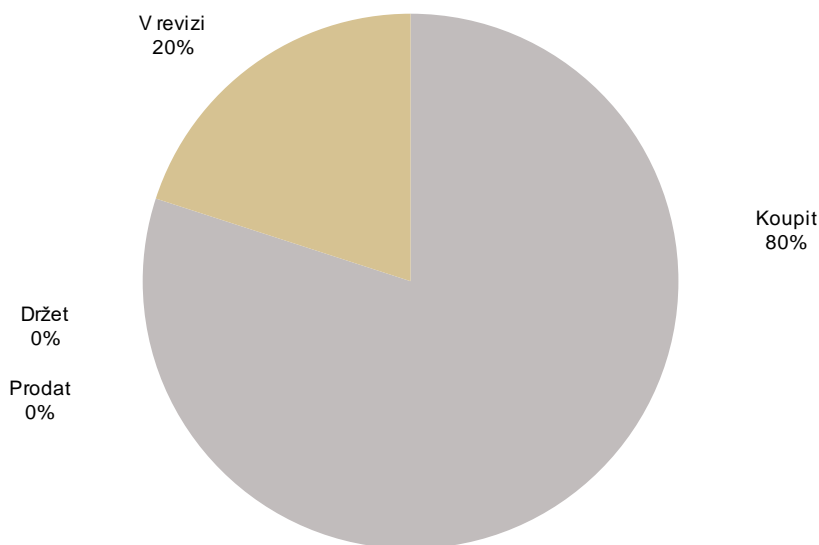
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odraželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

#### Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

**KOUPIT:** odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

**DRŽET:** odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

**PRODAT:** odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců.

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezidobí může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.



## Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

|  | ČEZ  | Colt CZ Group<br>SE | Kofola      | MONETA<br>Money Bank | Philip Morris<br>ČR | Avast      | O2 CR      |
|--|--|---------------------|-------------|----------------------|---------------------|------------|------------|
| <b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>                     |  |                     |             |                      |                     |            |            |
| Doporučení   | koupit   | koupit              | koupit      | v revizi             | koupit              | konec      | konec      |
| Cílová cena  | 1 034 CZK  | 921 CZK             | 402 CZK     | v revizi             | 17 041 CZK          | pokryvání  | pokryvání  |
| Datum  | 07.09.2023   | 09.02.2024          | 03.09.2024  | 25.07.2024           | 21.03.2024          | 07.09.2022 | 25.02.2022 |
| Cena v den publikace   | 923 CZK  | 574 CZK             | 299 CZK     | 111,4 CZK            | 15 400 CZK          | 205,1 CZK  | 270 CZK    |
| Investiční horizont  | 12 měsíců  | 12 měsíců           | 12 měsíců   | 12 měsíců            | 12 měsíců           |            |            |
| Autor  | B. Trampota  | B. Trampota         | B. Trampota | B. Trampota          | B. Trampota         |            |            |
| <b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>                          |  |                     |             |                      |                     |            |            |
| Doporučení   | koupit   | koupit              | koupit      | koupit               | držet               | koupit     | koupit     |
| Cílová cena  | 1 393 CZK  | 652 CZK             | 313 CZK     | 102,8 CZK            | 18 349 CZK          | 600 GBp    | 362 CZK    |
| Datum  | 07.06.2022   | 16.12.2022          | 29.05.2023  | 19.10.2023           | 03.03.2023          | 11.02.2021 | 26.03.2021 |
| Doporučení   | v revizi   | koupit              | koupit      | koupit               | koupit              | koupit     | koupit     |
| Cílová cena  | v revizi   | 645 CZK             | 381 CZK     | 104,6 CZK            | 18 183 CZK          | 466 GBp    | 293 CZK    |
| Datum  | 10.05.2022   | 17.01.2022          | 12.05.2022  | 05.09.2022           | 11.02.2022          | 30.08.2019 | 08.01.2020 |
| Doporučení   | koupit   | v revizi            | v revizi    | koupit               | koupit              | v revizi   | koupit     |
| Cílová cena  | 905 CZK  | v revizi            | v revizi    | 109,7 CZK            | 16 512 CZK          | v revizi   | 298 CZK    |
| Datum  | 10.12.2021   | 31.03.2021          | 15.02.2022  | 31.08.2021           | 20.11.2020          | 14.08.2019 | 12.12.2018 |
| Doporučení   | koupit   | koupit              | koupit      | v revizi             | koupit              | koupit     | koupit     |
| Cílová cena  | 621 CZK  | 357 CZK             | 367 CZK     | v revizi             | 18 308 CZK          | 342 GBp    | 270 CZK    |
| Datum  | 23.07.2020   | 27.11.2020          | 12.01.2021  | 07.05.2021           | 03.12.2018          | 15.06.2018 | 18.08.2017 |
| Metody ocenění   | DFCF   | DFCF                | DFCF        | DFCF DDM<br>ERM      | DDM                 | DFCF       | DFCF DDM   |
| Četnost doporučení   | 1x ročně   | 1x ročně            | 1x ročně    | 1x ročně             | 1x ročně            | 1x ročně   | 1x ročně   |
| Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%                    | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi       | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %                 | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %   | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| <b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>                                     |  |                     |             |                      |                     |            |            |
| Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců   | ne   | ano                 | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem        | Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny. |                     |             |                      |                     |            |            |
| Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem              | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |
| KB market making pro tituly příslušného emitenta   | ne   | ne                  | ne          | ne                   | ne                  | ne         | ne         |

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka