

| Nealkoholické nápoje | Veřejná nabídka akcií | Česká republika |

# Kofola ČeskoSlovensko

Ocenění akcií vidíme v rozmezí 563 až 644 Kč

**O firmě:** Společnost byla založena v roce 2002 akvizicí originální značky Kofola včetně výrobní receptury rodinou Samarasových. V současné době patří mezi vedoucí výrobce nealkoholických nápojů v regionu střední a východní Evropy. Hlavním produktem firmy je stejnojmenný nápoj Kofola prodáváný v lahvích nebo na čepu. Pod skupinu dále patří slovenský Rajec, polský Hoop či Paola, slovinská Radenska a další. Kromě toho je i distributorem či licenčním výrobcem značek Rauch, Pepsi, Pickwick aj. Kofola vyrábí v sedmi závodech, zaměstnává zhruba 1900 lidí a za poslední tři roky proinvestovala 661 mil. CZK.

**O odvětví:** Trh nealkoholických nápojů je ve střední a východní Evropě relativně vyspělý. Objemy prodeje výrazného růstu nedosahují, v pokrizovém období v některých zemích byl i negativní. Očekávaný zrychlující růst HDP by měl povzbudit poptávku po nealko nápojích zejména v oblasti restaurací, hotelů a cateringu.

**Strategie firmy:** Jedním z hlavních cílů Kofoly je další zvyšování tržního podílu na Slovensku, a to jak v oblasti maloobchodních řetězců, tak i v segmentu restaurací, hotelů a cateringu (HoReCa). **Ve střednědobém horizontu se chce stát jedničkou na poli československého trhu**, když cíluje tržní podíl na úrovni 32 %. Pomoci by tomu měla i akvizice 40% podílu v druhém největším distributorovi nealkoholických nápojů na Slovensku, Water Holding Group, která nyní čeká na schválení antimonopolním úřadem. Součástí je i distribuce značek Rauch, Evian nebo Vincentka. **Úspěšnou strategii ze zavádění značek na těchto trzích chce Kofola dále implementovat na slovinském trhu**, a to zejména v segmentu HoReCa, kde chce těžit především z přímé distribuce zákazníkům. Synergetickými efekty pak chce dosáhnout i lepší finanční výkonnosti. Expanze na Slovensku by měla dále otevřít bránu do dalších zemí (Chorvatsko, Bosna a Hercegovina) prostřednictvím nových akvizic. **Nelehkým úkolem je zlepšení situace v Polsku**, kde přes rostoucí trh Kofole klesají tržby. Součástí nové strategie bude zefektivnění a optimalizace produkce s dopadem na vyšší ziskovost a akvizice dalších dvou až třech značek s cílem dosáhnout růstu tamních tržeb na úrovni trhu. Důležitou součástí firemní strategie je zdravý životní styl, kde Kofola plánuje do roku 2017 produkci všech nápojů (kde je to technologicky možné) bez konzervačních prostředků (v současnosti 24 %, oproti 13 % v roce 2014). Zde klade důraz na značku UGO.

## Vybrané finanční ukazatele

mil. CZK	2012	2013	2014
<b>Výkaz zisků a ztrát</b>			
Tržby	6146	6288	6275
EBITDA	771	-59	915
EBITDA očištěná	781	800	915
Odpisy	-444	-452	-472
Provozní výsledek	327	-511	443
Finanční výsledek	-114	-57	-85
Nezdaněný zisk	214	-557	369
Čistý zisk	174	-766	290
<b>Rozvaha</b>			
Aktiva	7765	5867	5960
Hmotný majetek	2946	2700	2823
Nehmotný majetek	1180	1037	1064
Zásoby	614	594	423
Pohledávky	935	937	794
Peněž. prostředky	97	202	569
Vlastní kapitál	3315	2520	2577
Cizí zdroje	4450	3347	3383
Dl. dluh	626	764	780
Kr. dluh	937	667	561
Dodavatelé	1663	1572	1635
<b>Cash flow</b>			
Provozní	1111	687	962
Investiční	-398	-195	-242
Finanční	-797	-509	-352

Zdroj: Kofola

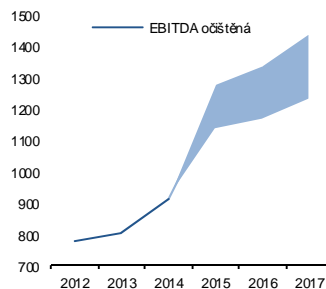
**Finanční situace a výsledky hospodaření:** Tržby společnosti v posledních třech letech rostly především na českém a slovenském trhu, nicméně do jejich stagnace za celou skupinu promluvila situace v Polsku. Za první tři kvartály letošního roku Kofola zaznamenala výrazný nárůst tržeb v Česku a na Slovensku díky prodejem ovocných šťáv UGO a distribuci výrobků značky Rauch. Svoji roli sehrálo i příznivé počasí. Naproti tomu letošní rok nebyl příznivý pro polský trh, kde Kofola zaznamenala pokles. Letošní akvizice slovinského výrobce Radenska se promítne na významném nárůstu celkových tržeb. Dle managementu Kofoly zde existuje velký prostor pro zlepšení provozní efektivity, které by se mělo v budoucnu promítnout do celkově lepší ziskovosti.

**Pro letošní rok a následující dva předpokládáme na klíčovém československém trhu růst tržeb především v segmentu HoReCa, nicméně menší růst očekáváme i v maloobchodní síti. V Polsku pak vidíme pokračující pokles a stabilizaci v roce 2017.** Uvažujeme dvě varianty. (1) Konzervativní přístup počítá s letošním růstem tržeb o 13 % a prakticky nulovým růstem v následujících dvou letech, s pomalejším procesem optimalizace nákladů, nižšími synergetickými efekty a pokračující nepříznivou situací v Polsku. (2) Optimistický scénář pak předpokládá letošní růst o téměř 16 % a průměrný růst o 2,5 % v roce 2016 a 2017 a rychlejší implementaci optimalizačních procesů. V obou případech však nepředpokládáme kvůli probíhajícímu šetření antimonopolního úřadu synergie z akvizice Water Holding Group, která by při plné konsolidaci do výsledků představovala další výrazný nárůst. V souvislosti s akvizicí slovenské společnosti Radenska dojde letos ke zvýšení dluhu, který by se však měl v následujících letech snižovat. Ač Kofola nemá žádný oficiální cíl pro svoji zadluženost, dohodnuté kovenanty omezují dluh na

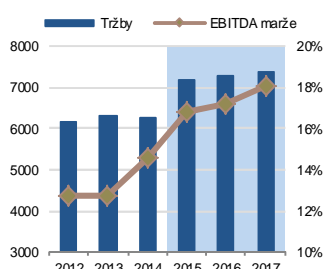
**Základní informace o primárním úpisu akcií:**

Množství	Prodej 275 tis. nových akcií + až 1,9 mil. ks z rukou stávajícího akcionáře (z toho 1,075 mil. ks v závislosti na upisovací ceně)
Cena	500 až 650 Kč za akcii
Použití prostředků	Financování strategie podniku; běžný provoz
Trh	Hlavní trh PSE a WSE
Uzavření objednávek	1. prosince 2015 ve 14:00 CET
Vypořádání	4. prosince 2015 (PSE) a 8. prosince (WSE)
První obchodní den	2. prosince 2015 (PSE) a 9. prosince (WSE)

Pozn.: PSE – Prague Stock Exchange;  
WSE – Warsaw Stock Exchange

**Očekávaný vývoj EBITDA**

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Tržby a EBITDA marže**

Pozn.: jedná se o očistěnou EBITDA marži a průměrné hodnoty dvou uvažovaných scénářů  
Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

úrovni 3,5násobku poměru čistého dluhu vůči EBITDA pro rok 2015 a trojnásobku pro 2016 až 2024. Letos by měl čistý dluh dosáhnout nižší úrovně než EBITDA, což znamená, že Kofola plní kovenanty s výraznou rezervou.

**Ocenění společnosti:** Ocenění jsme provedli na základě tržního srovnání se skupinou veřejně obchodovaných výrobců a distributorů nealkoholických nápojů s použitím ukazatelů EV/EBITDA, P/S a P/E k roku 2016, kdy předpokládáme, že Kofola bude již naplno těžit ze synergií v akvirované společnosti Radenska. Ukazatel EBITDA odhadujeme pro rok 2016 v rozmezí 1,17 až 1,34 mld. CZK, tržby na úrovni 7,11 až 7,41 mld. CZK a čistý zisk v pásmu 470 až 610 mil. CZK. Při tržním mediánu pro EV/EBITDA 13,2x, P/S 2,3x a P/E 20,9 a předpokládaném čistém dluhu v roce 2016 nám ocenění firmy vychází v pásmu 13,6 až 15,6 mld. CZK, což po přepočtu na jednu akcii znamená 625 až 715 CZK. Po primárním úpisu by mělo být na hlavním trhu pražské burzy volně obchodováno 2,175 mil. ks akcií, což představuje zhruba 10 %.<sup>1</sup> Vzhledem k nízkému free floatu předpokládáme i horší likviditu při obchodování s akciemi, což hodnotíme diskontem ve výši 10 %. **Takto upravená cena akcie by se měla pohybovat v rozmezí 563 až 644 CZK.**

**Dividendová politika:** Cílem společnosti je vyplácet dividendu zhruba ve výši 30 % čistého konsolidovaného zisku, její výše však nesmí převyšovat čistý zisk samotné Kofoly. Přestože společnost nyní nepotřebuje v následujících letech výrazněji investovat kvůli stávajícím moderním technologiím, dividendový výnos vzhledem k našemu ocenění (1,2 až 1,3 %) zaostává za mediánem trhu. Z toho plyne, že Kofola je spíše zaměřena ve směru růstové strategie.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vedoucí postavení na slovenském a slovinském trhu, dvojka v České republice</li> <li>Silné lokální značky (šest z nich na 1. nebo 2. místě ve své kategorii)</li> <li>Management s hlubokými znalostmi trhu a zkušenostmi</li> <li>Nízké zadlužení</li> <li>Moderní technologie, nízké udržovací investice</li> <li>Synergie, efektivní marketing</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Klesající tržby u polské značky Hoop, zatímco trh jako celek roste</li> <li>Vysoká síla maloobchodních řetězců snižující vyjednávací postavení výrobců</li> <li>Slábnoucí poptávka po nealkoholických nápojích v Česku a na Slovensku po roce 2009</li> <li>Přesun zákazníků v restauracích ke kohoutkové vodě na úkor balené</li> <li>Nízký free float spojený s nízkou likviditou na trhu</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>Hospodářské oživení v regionu vedoucí ke zvýšení spotřeby nealko nápojů</li> <li>Růst společnosti prostřednictvím akvizic na zahraničních trzích</li> <li>Nízké popř. klesající ceny základních vstupů (cukr, plasty)</li> <li>Zlepšení hospodářských výsledků na polském trhu (akvizice dalších značek, snížení nákladů)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Přesun spotřebitelů k nápojům s nižším obsahem cukru</li> <li>Neúspěšná změna strategie na polském trhu</li> <li>Nížší synergetické efekty u akvirovaných společností</li> <li>Zdanění výrobků s vyšším obsahem cukru</li> <li>Nedostatečné zajištění devizového rizika</li> <li>Výrazný nárůst cen vstupů</li> </ul>

<sup>1</sup> Za předpokladu, že stávající akcionář CED prodá všechny akcie, které avizoval, tj. 1,9 mil. kusů.

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

**Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu**  
**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
 (420) 222 008 568  
 jan\_vejmelek@kb.cz



**Ekonomové**  
**Viktor Zeisel**  
 (420) 222 008 523  
 viktor\_zeisel@kb.cz  
**Akcioví analytici**  
**Josef Němý, CFA**  
 (420) 222 008 560  
 josef\_nemy@kb.cz



**Marek Dřimal**  
 (420) 222 008 598  
 marek\_dřimal@kb.cz



**David Kocourek**  
 (420) 222 008 569  
 david\_kocourek@kb.cz



**Jana Steckerová**  
 (420) 222 008 524  
 jana\_steckerova@kb.cz



**Miroslav Frayer**  
 (420) 222 008 567  
 miroslav\_frayer@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslaw Janecki**  
 (48) 225 284 162  
 jaroslaw.janecki@sgcib.com



**Head of Research of Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
 (7) 495 725 5637  
 ekoshelev@mx.rosbank.ru

**Hlavní ekonom BRD-GSG**  
**Florian Libocor**  
 (40) 213 016 869  
 florian.libocor@brd.ro



**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG**  
**Carmen Lipara**  
 (40) 213 014 370  
 carmen.lipara@brd.ro

**Ekonom**  
**Simona Tamas**  
 (40) 213 014 472  
 simona.tamas@brd.ro



**Akciový analytik**  
**Laura Simon, CFA**  
 (40) 213 014 370  
 laura.simon@brd.ro

## SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH



**Head of Global Economics**  
**Michala Marcussen**  
 (44) 20 7676 7813  
 michala.marcussen@sgcib.com



**Euro area**  
**Anatoli Annenkov**  
 (44) 20 7762 4676  
 anatoli.annenkov@sgcib.com



**Michel Martinez**  
 (33) 1 4213 3421  
 michel.martinez@sgcib.com



**Yacine Rouimi**  
 (33) 1 42 13 84 04  
 yacine.rouimi@sgcib.com



**Yvan Mamalet**  
 (44) 20 7762 5665  
 yvan.mamalet@sgcib.com



**North America**  
**Brian Jones**  
 (1) 212 278 69 55  
 brian.jones@sgcib.com



**Aneta Markowska**  
 (1) 212 278 66 53  
 aneta.markowska@sgcib.com



**United Kingdom**  
**Brian Hilliard**  
 (44) 20 7676 7165  
 brian.hilliard@sgcib.com



**Latin America**  
**Dev Ashish**  
 (91) 80 2802 4381  
 dev.ashish@socgen.com



**Asia Pacific**  
**Klaus Baader**  
 (852) 2166 4095  
 klaus.baader@sgcib.com



**China**  
**Wei Yao**  
 (852) 2166 5437  
 wei.yao@sgcib.com



**Japan**  
**Takuji Aida**  
 (81) 3 5549 5187  
 takuji.aida@sgcib.com



**Kiyoko Katahira**  
 (81) 3 5549 5190  
 kiyoko.katahira@sgcib.com



**Korea**  
**Suktae Oh**  
 (82) 2195 7430  
 suktae.oh@sgcib.com



**India**  
**Kunal Kumar Kundu**  
 (91) 80 6716 8266  
 kunal.kundu@sgcib.cz



**Inflation**  
**Hervé Amourda**  
 (91) 80 2808 6779  
 herve.amourda@sgcib.com

## SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS



**Global Head of Research**  
**Patrick Legland**  
 (33) 1 42 13 97 79  
 patrick.legland@sgcib.com



**Head of Fixed Income & Forex Strategy**  
**Vincent Chaigneau**  
 (44) 20 7676 7707  
 vincent.chaigneau@sgcib.com



**Fixed Income**  
**Bruno Braizinha**  
 (1) 212 278 5296  
 bruno.braizinha@sgcib.com



**Frances Cheung, CFA**  
 (852) 2166 5437  
 frances.cheung@sgcib.com



**Jean-David Ciotteau**  
 (33) 1 42 13 72 52  
 jean-david.ciotteau@sgcib.com



**Cristina Costa**  
 (33) 1 58 98 51 71  
 cristina.costa@sgcib.com



**Rahul Desai**  
 (44) 20 7676 7904  
 rahul.desai@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
 (44) 20 7676 7404  
 jorge.garayo@sgcib.com



**Ciaran O'Hagan**  
 (33) 1 42 13 58 60  
 ciaran.ohagan@sgcib.com



**Shakeeb Hulukatti**  
 (91) 80 2802 4380  
 shakeeb.hulukatti@sgcib.com



**Adam Kurpiel**  
 (33) 1 42 13 63 42  
 adam.kurpiel@sgcib.com



**Head of US Rates Strategy**  
**Subadra Rajappa**  
 (1) 212 278 5241  
 subadra.rajappa@sgcib.com



**Jason Simpson**  
 (44) 2076767580  
 jason.simpson@sgcib.com



**Marc-Henri Thoumin**  
 (44) 20 7676 7770  
 marc-henri.thoumin@sgcib.com



**Foreign Exchange**  
**Jason Daw**  
 (65) 63267890  
 jason.daw@sgcib.com



**Sébastien Galy**  
 (1) 212 278 7644  
 sebastien.galy@sgcib.com



**Olivier Korber (Derivatives)**  
 (33) 1 42 13 32 88  
 olivier.korber@sgcib.com



**Alvin T. Tan**  
 (44) 20 7676 7971  
 alvin-t.tan@sgcib.com



**Head of Emerging Markets Strategy**  
**Guy Stear**  
 (33) 1 41 13 63 99  
 guy.stear@sgcib.com



**Amit Agrawal**  
 (91) 80 6758 4096  
 amit.agrawal@sgcib.com



**Régis Chatellier**  
 (44) 20 7676 7354  
 regis.chatellier@sgcib.com



**Jason Daw**  
 (65) 6326 7890  
 jason.daw@sgcib.com



**David Hok**  
 (44) 20 7676 7970  
 david.hok@sgcib.com



**Roxana Hulea**  
 (44) 20 7676 7433  
 roxana.hulea@sgcib.com



**Phoenix Kalen**  
 (44) 20 7676 7305  
 phoenix.kalen@sgcib.com



**Frances Cheung, CFA**  
 (852) 2166 5437  
 frances.cheung@sgcib.com



**Bernd Berg**  
 (44) 20 7676 7791  
 bernd.berg@sgcib.com

## 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, úplný a nezkreslený obraz skutečnosti. 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, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění. 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.

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. 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. 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. obvykle 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.

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