

| Nápoje | Aktualizace | Česká republika |

Kofola ČeskoSlovensko

Ponecháváme doporučení Koupit a mírně upravujeme cílovou cenou na 482 CZK

Koupit

| | |
|----------------|---------|
| Cena 04.07.19 | 291 CZK |
| 12m cíl | 482 CZK |
| Pot. růst ceny | 65,6 % |
| Dividenda | 14 CZK |
| Celkový výnos | 70,4 % |

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Vysoký dividendový výnos

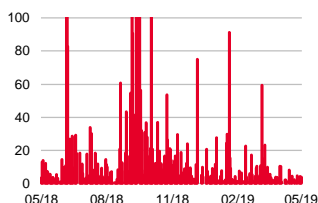
Růst skrz akvizice

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Pro akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko ponecháváme v platnosti doporučení *Koupit*, když pouze kosmetickou úpravou snižujeme cílovou cenu na 482 CZK z původních 484 CZK na akcii. Kofola je velmi významným hráčem v oblasti produkce nealkoholických nápojů ve střední a jihovýchodní Evropě. Společnost se nejvíce zaměřuje na produkci sycených nápojů a vod. Jako potenciál do budoucna vidíme zefektivnění hospodaření a rozšíření působnosti v jadranském regionu. Nemálo perspektivnější je i segment Fresh&Herbs vzhledem ke stále větší oblíbě a zájmu lidí o zdravou výživu a doplňky. Celkové tržby skupiny činily 7,1 mld. CZK ve 2018 a současně byla mírně překonána miliardová hranice v očištěném zisku EBITDA.

Očekávaný výhled hospodaření: Očekáváme, že díky divestici problematické HOOP Polska se management bude moci více věnovat perspektivnějším oblastem, jako například jadranskému regionu a dalšímu rozvoji segmentu Fresh&Herbs. Díky tomu by mělo dojít k průměrnému ročnímu růstu tržeb o 1,4 % až do roku 2023. Ziskovost firmy bude podpořena nízkými cenami cukru. Současně předpokládáme pokračování ve štedré dividendové politice, kde se dividendový výnos vůči aktuální tržní ceně pohybuje na úrovni téměř 5 %.

Ocenění akcií: Pro určení ceny akcií jsme použili model diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 468 CZK, cílová cena je pak stanovena o 5 % výše na 482 CZK. Cílová cena je 65,6 % nad aktuální tržní cenou, což představuje potenciální celkový výnos včetně dividendy ve výši 70,4 %. Ze sektorového srovnání vychází ocenění hodnoty akcií Kofoly jako **mírně podhodnocené**, když ukazatel EV/EBITDA je pro roky 2019 a 2020 ve výši 12,8, respektive 12,7. Naproti tomu hodnota tohoto ukazatele pro srovnatelné společnosti v sektoru činí 20,3, respektive 19,1. Kofola nabízí nadprůměrný dividendový výnos v porovnání s obdobnými firmami v oboru.

Hlavní rizika: Mezi nejvýznamnější rizika se řadí změny cen vstupních surovin, jako jsou sladidla a obalové materiály. Stejně tak hraje velkou roli i akviziční aktivita Kofoly, kde každá akvizice představuje potenciální riziko nenaplnění očekávaných benefitů.

Očekávané události: Výsledky za druhý kvartál 2019 společnost zveřejní 12. srpna.

Data o akciích

| | | |
|-----------------------|-----------|----------------------|
| RIC KOFOL.PR | Bloom | KOFOL CP |
| 52týdenní rozmezí | 267 - 329 | |
| Tržní kap. (mld. CZK) | 6,5 | |
| Tržní kap. (mil. EUR) | 255 | |
| Volně obchod. (%) | 27 | |
| Výkon (%) | 1m | 3m 12m |
| Akcie | 0,3 | -3,6 -4,9 |
| Relativně k PX | 1,0 | -0,1 -2,2 |

Zdroj: Bloomberg

Finanční data

| | 2018 | 2019f | 2020f | 2021f |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Výnosy (mil. CZK) | 7 119 | 6 366 | 6 453 | 6 536 |
| EBITDA marže (%) | 8,5 | 16,6 | 16,4 | 16,5 |
| Čistý zisk (mil. CZK) | -93 | 333 | 334 | 352 |
| Zisk na akcii (CZK) | -4,2 | 14,9 | 15,0 | 15,8 |
| Dividenda na akcii (CZK) | 13,5 | 14,0 | 14,5 | 15,0 |
| Výplatní poměr (%) | n/a | 94 | 97 | 95 |
| Úrokové krytí (x) | 4,9 | 4,8 | 4,9 | 4,8 |
| Čistý dluh/VK (%) | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |

Poměrové ukazatele

| | 2018 | 2019f | 2020f | 2021f |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | -83,1 | 32,2 | 32,1 | 30,5 |
| Price / cash flow | 96,8 | 25,3 | 20,7 | 19,6 |
| Dividendový výnos (%) | 4,7 | 2,8 | 2,9 | 3,0 |
| Price / book value (x) | 5,1 | 8,3 | 8,3 | 8,3 |
| EV/výnosy (x) | 1,4 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| EV/EBITDA (x) | 16,8 | 12,8 | 12,7 | 12,5 |
| Cena / provozní CF | 9,4 | 13,0 | 11,2 | 10,8 |
| ROE (%) | -5,3 | 23,7 | 25,9 | 27,3 |

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/Kofola_coverageCZ

http://bit.ly/Kofola_1Q19resCZ

SOCIETE
GENERALE
GROUP



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz

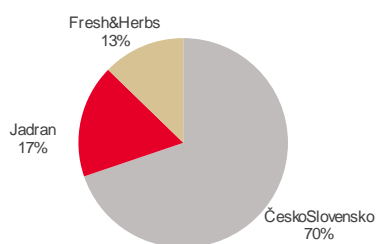
Obsah

| | |
|---|-----------|
| Základní přehled o společnosti..... | 3 |
| Hospodaření společnosti a jeho výhledy | 4 |
| Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření..... | 4 |
| Předpověď výsledků pro letošní rok..... | 5 |
| Dlouhodobý výhled..... | 5 |
| Sektorové srovnání | 8 |
| Ocenění | 9 |
| Hlavní rizika | 11 |

Základní přehled o společnosti

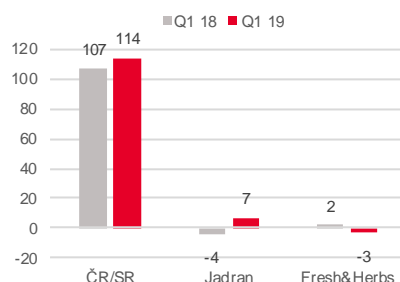
| Silné stránky | Slabé stránky |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> Vedoucí postavení na slovenském a slovinském trhu, druhá pozice na českém trhu Velmi silné lokální značky Nízká úroveň zadlužení Dlouhodobé zkušenosti managementu v oblasti výroby a distribuce nealkoholických nápojů | <ul style="list-style-type: none"> Vysoká síla maloobchodních řetězců snižující vyjednávací postavení výrobců, což má negativní vliv na marže |
| Příležitosti | Hrozby |
| <ul style="list-style-type: none"> Růst společnosti skrze akvizice perspektivních společností Orientace na zdravou výživu, rozšíření produktové základny UGO barů Pokles cen vstupních komodit – sladidla a obalový materiál | <ul style="list-style-type: none"> Výrazný nárůst cen vstupů Neúspěch při nových potenciálních akvizicích Nepříznivý hospodářský vývoj zemí, kde skupina působí, může ovlivnit spotřebu |

Tržby podle segmentů (Q1 19)

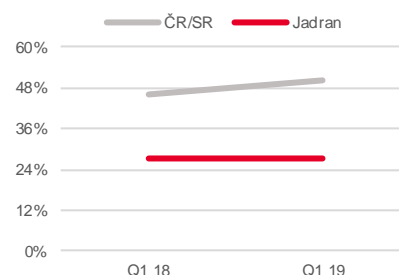


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola

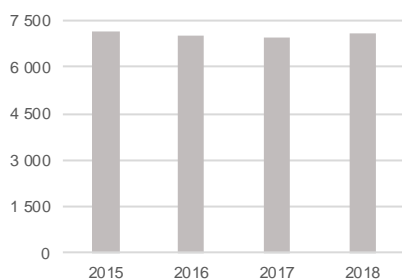
EBITDA podle segmentů (mil. CZK)



Hrubá marže v ČR/SR & Jadran (%)

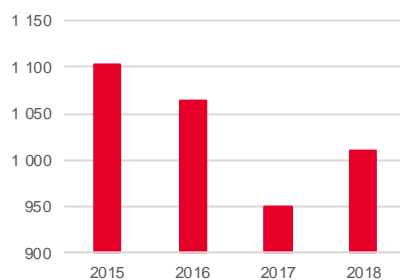


Historický vývoj tržeb (mil. CZK)

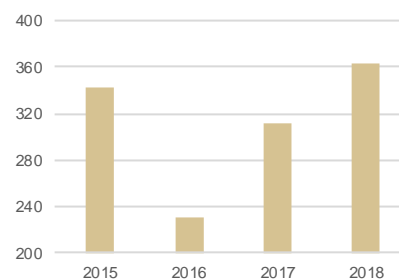


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola

Historický vývoj upr. EBITDA (mil. CZK)



Historický vývoj upr. č. zisku (mil. CZK)



Hospodaření společnosti a jeho výhledy

V této kapitole se podíváme na dosavadní vývoj společnosti včetně nejaktuálnějších zveřejněných výsledků hospodaření za první čtvrtletí roku 2019. Následně představíme očekávaný výhled na příštích pět let.

Od letošního roku nastala významná změna v segmentovém vykazování skupiny Kofola. Po prodeji dceřiné společnosti HOOP Polska (divestice nastala k 18. březnu) došlo k přesegmentování portfolia. Z čistě geografických segmentů, kam do roku 2018 spadaly Česko, Slovensko, Polsko, Slovinsko a Ostatní (tj. Chorvatsko + exporty) se nově staly tři segmenty. Jsou jimi ČeskoSlovensko, adriatický region a zcela nový segment Fresh & Herbs. Do posledního zmíněného spadá salaterie Ugo, polská Premium Rosa a český Leros.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření Kofoly za první čtvrtletí roku 2019**

| mil. CZK | Q1 18* | Q1 19* | změna |
|------------|--------|--------|--------|
| Tržby | 1 200 | 1 291 | 7,6% |
| EBITDA | 105 | 118 | 12,2% |
| Čistý zisk | -39 | -53 | -36,0% |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola, *výsledky jsou očištěny o vliv HOOP Polska, ** jedná se o očištěné hodnoty o jednorázové vlivy

Výsledky společnosti Kofola ČeskoSlovensko za první kvartál 2019 naplnily naše očekávání na hlavních sledovaných úrovních finančních výsledků. Při započítání hospodaření HOOP Polska by celkové tržby byly ve výši 1 448,4 mil. CZK, tedy o 0,1 % méně, než jsme očekávali. Obdobně je na tom čistý zisk, který by představoval ztrátu ve výši 65,9 mil. CZK, což je o 0,9 mil. CZK více, než jsme předpokládali. Nicméně společnost se z důvodů požadavků IFRS zaměřila primárně na reporting výsledků z pokračujících aktivit očištěných o vliv HOOP Polska. Konsolidované tržby meziročně vzrostly o 7,6 % na 1 291,2 mil. CZK. Ukazatel ziskovosti EBITDA posílil o 12,2 % a dosáhl 118,2 mil. CZK.

K 7,6% růstu konsolidovaných tržeb nejvíce přispěl příznivý vývoj v České republice a na Slovensku, kde dohromady došlo k meziročnímu růstu tržeb o 35 mil. CZK, tedy o 4,1 %. Solidní růst vykazalo také Slovinsko s Chorvatskem, a to 12,5 %, tedy o 25 mil. CZK meziročně. Nově Kofola reportuje segment „Fresh & Herbs“, kam spadá UGO, Premium Rosa a Leros. Ten meziročně vzrostl o 23,4 %, neboli o 31 mil. CZK. To je dáno primárně akvizicí společnosti Leros v březnu 2018. Pokračuje restrukturalizace provozoven konceptu Ugo, kdy do konce roku 2017 trvalo období tzv. hájení. Kofola šlo primárně o co největší rozšíření pobočkové sítě. Od počátku roku 2018 se Kofola zaměřuje na rentabilitu svých poboček a došlo k redukci počtu vlastních poboček z 39 na konci Q1 18 na 34 v Q1 19. Souběžně s tím však narostl počet franšíz ze 43 na 45. I když počet vlastních poboček meziročně klesl o pět, tak Ugo vygenerovalo o 1 mil. CZK vyšší tržby, které dosáhly 108 mil. CZK. Ziskovosti v Q1 19 značně pomohly nižší ceny cukru. Tento pozitivní efekt je však kompenzován vyššími náklady na marketing, distribuci a administrativu spojenými především s akvizicí společnosti Leros. Čistý dluh společnosti od konce roku 2018 vzrostl z 2,43 mld. CZK na 2,81 mld. CZK a poměr čistého dluhu vůči EBITDA dosáhl hodnoty 2,7. Zvýšení čistého zadlužení bylo ovlivněno novým účetním předpisem IFRS 16, na jehož základě dochází ke kapitalizaci operativního leasingu a tedy přesunu podrozvahových položek do rozvahy.

Předpověď výsledků pro letošní rok

Očekávané výsledky hospodaření pro letošní rok

| mil. CZK | 2018* | 2019* | změna |
|----------|-------|-------|-------|
| Tržby | 6 157 | 6 366 | 3,4% |
| EBITDA | 1 043 | 1 089 | 4,4% |

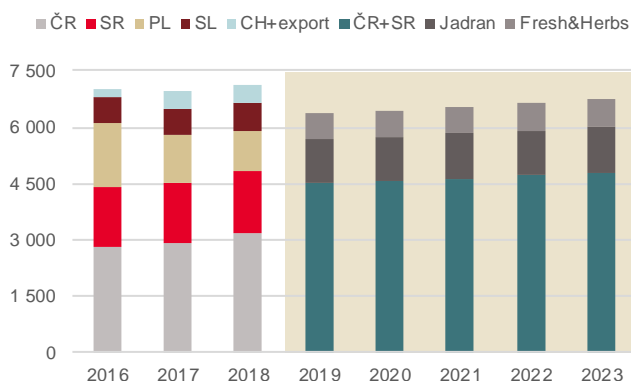
Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola, *výsledky jsou očištěny o vliv HOOP Polska

Letošní rok by měl být pro skupinu Kofola ČeskoSlovensko obdobím bez nákladné zátěže v podobě polského HOOP, když v prvním kvartále došlo k jeho divestici. Kofola se bude moci soustředit na rozvoj perspektivnějších trhů, a to především adriatického regionu. Cílem managementu pro adriatický region je v první řadě zvýšení prodejů všech značek a dostat se více do povědomí zákazníků. V druhém kroku dojde k zefektivnění logistiky a následovat bude zaměřením na zvýšení ziskovosti. V podstatě se bude jednat o obdobný postup, jako tomu bylo v případě rozvoje salaterů Ugo, kde aktuálně probíhá třetí fáze, a to zaměřením na zvýšení ziskovosti.

Na posledním konferenčním hovoru k hospodářským výsledkům za první čtvrtletí se management Kofoly vyjadřoval k cílům pro letošní rok s tím, že tržby by měly v regionu ČeskoSlovensko mírně růst, zatímco v Chorvatsku se očekává dvoumístný procentní růst. Co se týká nákladové oblasti, tak zde Kofola těží z pozitivního trendu nízkých cen vstupních surovin, a to především cukru a sladidel. Guideline managementu na očištěnou EBITDA je pro letošní rok ve výši 1 080 mil. CZK. Dividendová politika je zachována beze změny na úrovni výplat alespoň 60 % konsolidovaného čistého zisku. **V naší analýze předpokládáme dividendu ze zisku roku 2019 ve výši 14,0 CZK na akcii.**

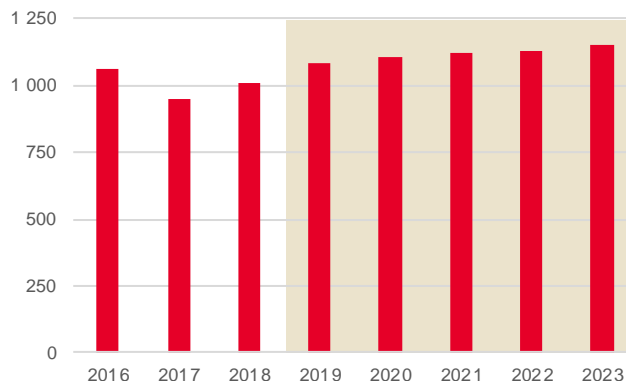
Dlouhodobý výhled

Tržby (mil. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola

Očištěná EBITDA (mil. CZK)



Při predikci vývoje tržeb vycházíme z nového uspořádání segmentů (ČR+SR, Jadran a Fresh&Herbs). Očekáváme, že celkové tržby porostou průměrným tempem 1,4 % ročně mezi lety 2019-2023. Letošní rok je pro Kofolu významný, a to především z hlediska toho, že došlo k úpravě organizační struktury, když byla divestována společnost HOOP Polska. Tím se uvolnily kapacity managementu, který se nově může plně soustředit na perspektivnější části byznysu. Nejvyšší růst tržeb očekáváme v segmentu Fresh&Herbs, jež by měl dosáhnout v průměru kolem 2 % ročně.

V rámci roku jsou tržby společnosti ovlivňovány sezonností. Mezi lety 2015 až 2018 se tvořilo v průměru 19,4 % tržeb v prvním kvartálu, 29,0 % ve druhém, 28,7 % ve třetím a zbylých 22,8 % ve čtvrtém kvartálu. Z toho vyplývá, že první polovina roku vzhledem k chladnějším

měsícům tvoří přibližně 48,5 % všech tržeb, zatímco druhá polovina roku ovlivněná letními měsíci a Vánocemi tvoří 51,5 % celkových tržeb.

Předpokládáme růstový vývoj zisku EBITDA očištěného o vliv jednorázových položek. Největší vliv by na tom měly mít nižší ceny vstupních surovin – hlavně cukru. Z přiloženého grafu je patrné, že ceny cukru jsou poblíž dlouhodobých minim a nemělo by dojít k výrazné změně v tomto trendu. Dle Société Générale¹ je výhled na ceny cukru do roku 2023 charakterizován pouze

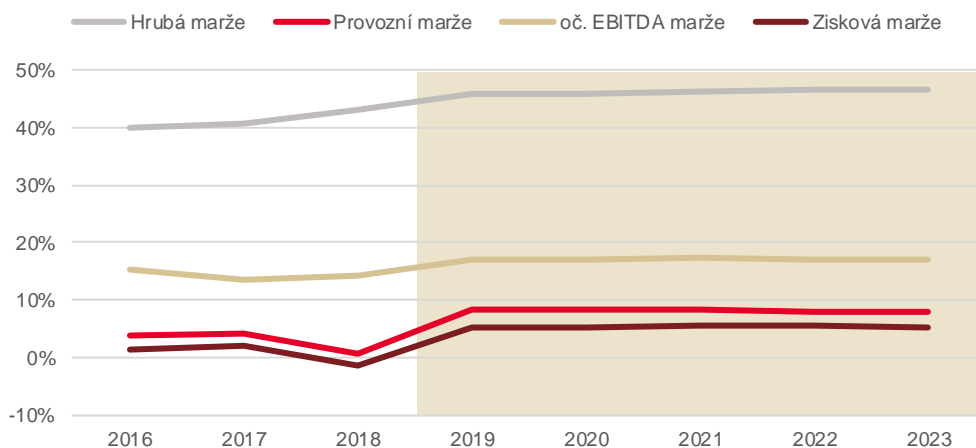
mírným růstem, když by se měla cena z aktuální úrovně kolem 320 USD za tunu dostat na přibližně 370 USD za tunu ve 2023. Dále bude růst podpořen samotným vzestupem výnosů skupiny a rozvojem adriatického segmentu. Tam nejprve dojde k zaměření na růst tržeb následováno logistikou a poté zlepšením ziskovosti. **Management skupiny má guideline na očištěnou EBITDA pro rok 2019 ve výši přibližně 1,08 mld. CZK.** V naší predikci počítáme s EBITDA na úrovni necelých 1,09 mld. CZK.

Vývoj cen cukru (USD/t)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

Srovnání marží (%)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola

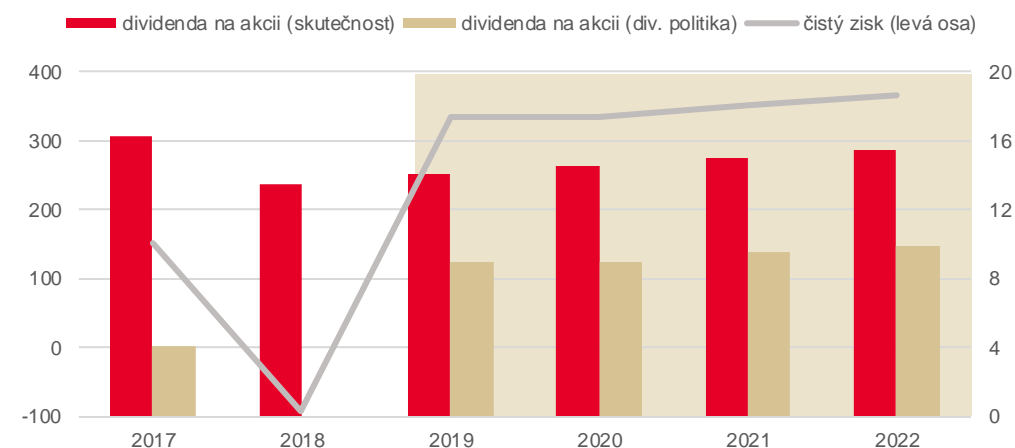
Profitabilita skupiny by se měla ve střednědobém horizontu postupně mírně zvyšovat. Hrubá marže bude nejvíce ovlivněna nižšími cenami vstupů (hlavně cukr) a měla by vzrůst z 43,0 % v roce 2018 až k 46,6 % v roce 2023. Očištěná EBITDA marže by se po mírném poklesu v roce 2017, kde důvodem byly hlavně ceny přímých materiálových vstupů a snížení příspěvku polského segmentu, měla opět pohybovat kolem úrovně 17 % od roku 2019.

¹ Analýza Commodities Outlook – Hanging by a thread publikovaná 4. června 2019 v 16:02

Dividendová politika

Oficiální dividendová politika skupiny Kofola pro období 2017 až 2020 cílí na výplatu minimálně 60 % konsolidovaného čistého zisku dosaženého v jednotlivých letech. Dosavadní výplaty dividend však ukázaly, že realita je značně odlišná, lépe řečeno štedřejší.

Dividendová politika



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Kofola

Graf znázorňuje výši konsolidovaného čistého zisku/ztráty v jednotlivých letech včetně skutečné celkové výše vyplacené dividendy náležící danému roku a pro srovnání také teoretickou výši dividendy ve výši 60 % konsolidovaného čistého zisku. Skupina Kofola vyplácí zisk své mateřské společnosti Kofola ČeskoSlovensko a.s., který je vyšší než zisk konsolidované skupiny. To je primárně dáno tím, že jednotlivé společnosti skupiny posílají mateřské společnosti poplatky za vnitropodnikové centralizované služby a dividendy. To umožňuje Kofole platit výrazně vyšší dividendu, než by tomu bylo v případě konsolidovaného čistého zisku skupiny. Neočekáváme výraznou změnu ve vyplácení dividend, a z toho důvodu předpokládáme mírně rostoucí dividendy v následujících letech oproti poslední vyplacené dividendě za rok 2018 ve výši 13,5 CZK na akcii. Společnost podpořila svoji štedrou dividendovou politiku snížením základního kapitálu, kde o této účetní změně bylo rozhodnuto valnou hromadou v srpnu 2018. Došlo ke zrušení 3052 ks vlastních akcií a snížení jmenovité hodnoty všech akcií ze 100 CZK na 50 CZK. Tím se základní kapitál snížil o 1,1 mld. CZK. Zdroje byly použity na pokrytí kapitálového fondu a vytvoření nového fondu k výplatě dividend. Tato nová kapitálová struktura umožnila výplatu dividendy ze zisku roku 2018 i přesto, že hospodářský výsledek mateřské společnosti byl ovlivněn zaúčtovaným impairmentem souvisejícím s očekávaným prodejem polské dceřiné společnosti HOOP.

Sektorové srovnání

Skupina Kofola nemá žádnou srovnatelnou konkurenci v České republice, která by byla obchodovaná na burze. Z toho důvodu jsme vybrali společnosti s podobným zaměřením, které prodávají své produkty ať už v České republice či jiných evropských zemích. Zároveň pro porovnání s celým trhem společností vyrábějící nealkoholické nápoje jsme použili odvětvový index pro nápojové firmy z indexu S&P500.

Pro sektor společností vyrábějících nápoje zvýšila Sociétés Générale ve své poslední analýze² doporučení na *Nadvážit*. Hlavním důvodem k tomu je charakteristika odvětví, které je relativně odolné vůči propadům na trzích. Vzhledem k očekávanému zpomalení globální ekonomiky v příštím roce je tedy taková vlastnost u akcií velmi vhodná.

Při srovnání Kofoly s obdobnými společnostmi z oboru jde vidět, že v rámci poměrových ukazatelů pouze v oblasti P/E dosahuje Kofola výrazně vyšších hodnot, než je tomu u konkurence. Na druhé straně u ostatních ukazatelů jako EV/EBITDA, EV/Sales či P/Sales představuje srovnání s konkurenčními firmami či celým sektorem diskont v ocenění společnosti. Firma Kofola ČeskoSlovensko současně nabízí nadprůměrný dividendový výnos v porovnání s obdobnými firmami. Ten dosahuje přibližně 4,7 %, což je více jak dvojnásobná hodnota, než je průměr mezi konkurenčními firmami. Výsledkem sektorového srovnání je, že ocenění Kofoly podle poměrových ukazatelů je **mírně podhodnocené** ve srovnání s jejími konkurenty či celým nápojovým odvětvím

Kofola vs. srovnatelné společnosti

| | P/E | | | EV/EBITDA | | | EV/Sales | | P/Sales | | ROE | Div. % |
|---|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|
| | akt. | 2019 | 2020 | akt. | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 | akt. | 2019 | akt. | akt. |
| Kofola ČeskoSlovensko AS | -83,1 | 32,5 | 32,3 | 16,8 | 12,8 | 12,8 | 2,1 | 2,1 | 1,1 | 1,7 | -5,3 | 4,7 |
| Coca-Cola Co/The | 23,2 | 24,3 | 22,5 | 23,8 | 22,0 | 20,4 | 7,3 | 7,0 | 6,7 | 6,2 | 36,1 | 3,1 |
| PepsiCo Inc | 23,7 | 23,7 | 22,0 | 15,7 | 16,1 | 15,1 | 3,2 | 3,1 | 2,9 | 2,7 | 100,3 | 2,9 |
| Monster Beverage Corp | 33,4 | 30,7 | 27,5 | 24,5 | 22,3 | 20,2 | 8,0 | 7,3 | 9,0 | 8,1 | 27,4 | n/a |
| AG Barr PLC | 29,5 | 28,1 | 27,0 | 19,2 | 18,4 | 17,9 | 3,6 | 3,5 | 3,8 | 3,7 | 17,4 | 1,8 |
| Keurig Dr Pepper Inc | 14,7 | 23,7 | 20,6 | 24,1 | 16,7 | 15,4 | 5,0 | 4,9 | 1,8 | 3,6 | 7,0 | 2,1 |
| Fevertree Drinks PLC | 44,2 | 39,5 | 34,2 | 34,5 | 29,9 | 25,9 | 9,5 | 8,1 | 11,5 | 9,8 | 39,4 | 0,6 |
| Peers median | 26,6 | 26,2 | 24,8 | 24,0 | 20,2 | 19,1 | 6,2 | 5,9 | 5,3 | 4,9 | 31,8 | 2,1 |
| S&P 500 Soft Drinks Sub Indust | 23,9 | 24,3 | 22,5 | 20,0 | 18,9 | 17,6 | n/a | n/a | 4,2 | 4,0 | 59,5 | n/a |
| <i>Kofola vs. median</i> | <i>n/a</i> | <i>24,0%</i> | <i>30,5%</i> | <i>-29,9%</i> | <i>-36,5%</i> | <i>-32,9%</i> | <i>-65,5%</i> | <i>-64,6%</i> | <i>-79,4%</i> | <i>-65,6%</i> | <i>n/a</i> | <i>125,2%</i> |
| <i>Kofola vs. S&P500 Soft drinks</i> | <i>n/a</i> | <i>33,4%</i> | <i>43,6%</i> | <i>-16,1%</i> | <i>-32,0%</i> | <i>-27,4%</i> | <i>n/a</i> | <i>n/a</i> | <i>-74,2%</i> | <i>-57,7%</i> | <i>n/a</i> | <i>n/a</i> |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

² Zdrojem je publikace Sociétés Générale – The Big Picture: Buckle up, publikovaná 3. června 2019 v 17:37 CET

Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow predikovaného na pět let dopředu. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali k začátku srpna 2019 za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 5,0 %. Fair value byla následně spočítána za předpokladů dlouhodobé růstové míry na úrovni 1,4 %. Detailní strukturu výpočtu WACC a další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme **fair value akcií společnosti na 468 CZK za kus**. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, a to sektorovou atraktivitu, atraktivitu společnosti a spekulativní potenciál, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % z hodnoty fair value.

- **Sektorová atraktivita (+5 %):** Société Générale³ má pro sektor Nápojů doporučení *Nadvážit*, a proto sektorovou atraktivitu hodnotíme +5 %. Je to dáno předpokladem, že společnosti z tohoto odvětví jsou méně citlivé na výkyvy na akciových trzích, což je vzhledem k očekávanému zpomalení globální ekonomiky preferovaná charakteristika.

- **Atraktivita společnosti (+0 %):** Stanovili jsme na 0 %. Důvodem je omezený potenciál růstu stávajících značek na lokálních trzích. Jedinou možností jsou tak případné akvizice, kde je Kofola celkem aktivní. Nicméně ani akvizice nemusí dopadnout podle původních předpokladů, kde důkazem může být letošní většinový exit z Polska.

- **Spekulativní potenciál (-2 %):** Tento parametr hodnotíme na -2 %. Ocenění společnosti vůči sektoru je nadhodnoceno pouze u ukazatele P/E, zatímco u zbylých násobků jako EV/EBITDA, EV/Sales či P/Sales se nachází pod úrovní sektoru a konkurentů. K podhodnocení Kofoly přispívá také nadprůměrný dividendový výnos. V souhrnu všech těchto faktorů shledáváme akcie Kofoly jako mírně podhodnocené.

Cílová cena je 3 % nad fair value.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili **cílovou cenu pro akcie Kofoly na 482 CZK** (fair value plus 3 %).

³ Zdrojem je publikace Société Générale – The Big Picture: Buckle up, publikovaná 3. června 2019 v 17:37 CET

Parametry ocenění akcií společnosti Kofola

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vážené náklady kapitálu | 4,3% | 4,3% | 5,0% | 5,6% | 5,7% |
| Náklady na vlastní kapitál | 7,0% | 7,0% | 8,0% | 8,7% | 8,8% |
| Beta | 0,703 | 0,703 | 0,703 | 0,703 | 0,703 |
| Bezriziková úroková míra | 1,4% | 1,4% | 2,4% | 3,1% | 3,2% |
| Akciová riziková přírážka | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Riziková prémie země | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Náklady na dluh (před daní) | 3,5% | 3,5% | 4,2% | 4,7% | 4,8% |
| Diskontované FCFF (mil. CZK) | | | | | |
| EBITDA | 1 056,5 | 1 060,4 | 1 080,6 | 1 092,0 | 1 106,6 |
| Zaplacené daně | -87,6 | -90,0 | -75,4 | -89,6 | -82,3 |
| Změna pracovního kapitálu | -87,6 | 4,8 | 0,6 | 1,9 | 1,2 |
| Kapitálové výdaje | -457,3 | -457,3 | -457,3 | -457,3 | -457,3 |
| FCFF | 423,9 | 517,9 | 548,4 | 547,0 | 568,1 |
| Současná hodnota FCFF | 416,4 | 487,8 | 492,1 | 464,9 | 457,0 |
| Současná hodnota FCFF do roku 2023 | 2 318,2 | | | | |
| Dlouhodobá míra růstu | 1,4% | | | | |
| Současná hodnota FCFF po roce 2023 | 10 850,6 | | | | |
| Čistý dluh | -2 740,9 | | | | |
| Odhad hodnoty vlastního kapitálu | 10 427,9 | | | | |
| Fair value na akcii (CZK) | 468 | | | | |
| Sektorová atraktivita | 5,0% | | | | |
| Atraktivita společnosti | 0,0% | | | | |
| Spekulativní potenciál | -2,0% | | | | |
| Cílová cena na akcii (CZK) | 482 | | | | |

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

| Cílová cena | | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| Vážené náklady kapitálu / míra růstu | 0,4 % | 0,9 % | 1,4 % | 1,9 % | 2,4 % |
| -100 bb | 501 | 572 | 666 | 793 | 976 |
| -50 bb | 436 | 491 | 562 | 654 | 779 |
| 4,8 % / 5,6 % * | 383 | 427 | 482 | 551 | 641 |
| + 50 bb | 339 | 375 | 419 | 473 | 541 |
| + 100 bb | 302 | 332 | 368 | 410 | 463 |

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2019-23, druhá hodnota po roce 2023

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Změna preferencí spotřebitelů:** Preference spotřebitelů se v čase vyvíjejí, a je proto nezbytné, aby společnost sledovala aktuální trendy a směry v této oblasti. Například v posledních obdobích lze vidět zvýšený zájem o zdravou stravu. Pokud by se Kofola nepříznivě změnila, mohlo by to ohrozit její tržby a podíl na trhu.
- **Vyspělé trhy:** V zemích, kde skupina Kofola působí, je trh s nealkoholickými nápoji ve stagnaci. 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 sladidla a obaly. Jejich ceny se odvíjejí od cen komodit na trzích, jako cukr a polyesterová pryskyřice (popřípadě ropa). Náhlý růst cen těchto surovin by měl negativní vliv do ziskovosti produktů celé skupiny Kofola.
- **Akviziční aktivita:** Pokud chce skupina Kofola nadále růst, tak pouze formou organického růstu je tato cesta značně omezená. Proto se musí aktivně snažit identifikovat akviziční příležitosti na trzích, kde chce rozšířit svoji působnost. Akvizice je velmi náročný proces, kde je množství úkonů, které pokud nejsou správně provedeny, tak finální efekt nemusí přinést očekávané benefity.
- **Vývoj měnových kurzů:** Více než polovina surovin (hlavně cukr), které skupina používá k výrobě, je nakupována 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, tedy ne v eurech. 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 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019f | 2020f | 2021f | 2022f | 2023f |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT | | | | | | | | |
| Tržby | 6 999 | 6 963 | 7 119 | 6 366 | 6 453 | 6 536 | 6 634 | 6 731 |
| Náklady na prodeje | -4 210 | -4 134 | -4 057 | -3 439 | -3 484 | -3 509 | -3 554 | -3 595 |
| Hrubý zisk | 2 788 | 2 829 | 3 062 | 2 927 | 2 968 | 3 026 | 3 080 | 3 137 |
| Provozní náklady | -2 525 | -2 537 | -3 024 | -2 391 | -2 439 | -2 488 | -2 540 | -2 594 |
| Provozní zisk | 264 | 292 | 38 | 536 | 529 | 539 | 539 | 543 |
| EBITDA očištěná | 1 064 | 950 | 1 011 | 1 089 | 1 106 | 1 124 | 1 131 | 1 149 |
| Finanční výsledek, čistý | -93 | -25 | -81 | -98 | -116 | -104 | -86 | -103 |
| Zisk před zdaněním | 170 | 267 | -43 | 438 | 413 | 435 | 453 | 440 |
| Daň z příjmu | -87 | -115 | -50 | -105 | -78 | -83 | -86 | -84 |
| Zisk po zdanění | 83 | 152 | -93 | 333 | 334 | 352 | 367 | 356 |
| ROZVAHA | | | | | | | | |
| Celková aktiva | 8 020 | 6 579 | 6 563 | 6 313 | 6 345 | 6 384 | 6 448 | 6 519 |
| Dlouhodobá aktiva | 4 916 | 4 786 | 4 349 | 4 320 | 4 313 | 4 299 | 4 291 | 4 283 |
| Budovy, stroje a zařízení | 3 443 | 3 385 | 2 960 | 2 990 | 3 019 | 3 050 | 3 080 | 3 111 |
| Nehmotná aktiva | 1 164 | 1 090 | 1 055 | 1 004 | 963 | 921 | 882 | 843 |
| Ostatní | 309 | 311 | 334 | 326 | 330 | 328 | 329 | 329 |
| Oběžná aktiva | 3 104 | 1 793 | 2 214 | 1 993 | 2 032 | 2 085 | 2 156 | 2 236 |
| Zásoby | 485 | 495 | 496 | 448 | 452 | 459 | 465 | 472 |
| Pohledávky z obchodního styku | 1 082 | 994 | 1 095 | 979 | 993 | 1 005 | 1 020 | 1 035 |
| Peněžní prostředky a ekvivalenty | 1 421 | 290 | 619 | 559 | 579 | 615 | 663 | 721 |
| Ostatní | 116 | 14 | 4 | 7 | 9 | 7 | 8 | 8 |
| Vlastní kapitál | 2 739 | 1 974 | 1 524 | 1 289 | 1 296 | 1 287 | 1 311 | 1 337 |
| Dlouhodobé závazky | 1 580 | 1 856 | 2 566 | 2 711 | 2 703 | 2 722 | 2 728 | 2 740 |
| Krátkodobé závazky | 3 700 | 2 749 | 2 474 | 2 313 | 2 346 | 2 374 | 2 408 | 2 442 |
| VÝKAZ CASH FLOW | | | | | | | | |
| Zisk před zdaněním | 170 | 267 | -43 | 438 | 413 | 435 | 453 | 440 |
| Odpisy | 523 | 565 | 567 | 521 | 531 | 542 | 553 | 564 |
| Ostatní nepeněžní operace | 246 | 18 | 426 | 42 | 97 | 97 | 98 | 118 |
| Placené daně | -61 | -100 | -71 | -88 | -90 | -75 | -90 | -82 |
| Změna pracovního kapitálu | -223 | -30 | -58 | -88 | 5 | 1 | 2 | 1 |
| Cash flow z provozní aktivity | 655 | 720 | 821 | 826 | 956 | 999 | 1 016 | 1 041 |
| Cash flow z investiční aktivity | -749 | -469 | -389 | -513 | -482 | -497 | -489 | -493 |
| Placené dividendy | -156 | -312 | -346 | -301 | -312 | -323 | -334 | -346 |
| Cash flow z finanční aktivity | -420 | -1 353 | -102 | -373 | -454 | -466 | -477 | -489 |
| Změna hotovosti | -514 | -1 102 | 330 | -60 | 21 | 36 | 49 | 58 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, * od roku 2019 včetně jsou čísla uvedena bez vlivu společnosti HOOP Polska

Finanční údaje Kofoly

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019f | 2020f | 2021f | 2022f | 2023f |
|----------------------------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ZISKOVOST | | | | | | | | |
| ROE (%) | 3,0 | 6,5 | -5,3 | 23,7 | 25,9 | 27,3 | 28,2 | 26,9 |
| ROA (%) | 1,0 | 2,1 | -1,4 | 5,2 | 5,3 | 5,5 | 5,7 | 5,5 |
| ROIC (%) | 1,4 | 2,9 | -2,0 | 7,3 | 7,3 | 7,6 | 7,9 | 7,6 |
| ROS (%) | 1,2 | 2,2 | -1,3 | 5,2 | 5,2 | 5,4 | 5,5 | 5,3 |
| MARŽE | | | | | | | | |
| Hrubá marže (%) | 39,8 | 40,6 | 43,0 | 46,0 | 46,0 | 46,3 | 46,4 | 46,6 |
| EBITDA marže (%) | 11,2 | 12,3 | 8,5 | 16,6 | 16,4 | 16,5 | 16,5 | 16,4 |
| Očištěná EBITDA marže (%) | 15,2 | 13,6 | 14,2 | 17,1 | 17,1 | 17,2 | 17,1 | 17,1 |
| Provozní marže (%) | 3,8 | 4,2 | 0,5 | 8,4 | 8,2 | 8,2 | 8,1 | 8,1 |
| Zisková marže (%) | 1,2 | 2,2 | -1,3 | 5,2 | 5,2 | 5,4 | 5,5 | 5,3 |
| DYNAMIKA RŮSTU | | | | | | | | |
| Tržby (%) | -2,2 | -0,5 | 2,2 | -10,6 | 1,4 | 1,3 | 1,5 | 1,5 |
| Náklady na prodeje (%) | -2,8 | -1,8 | -1,9 | -15,2 | 1,3 | 0,7 | 1,3 | 1,1 |
| EBITDA (%) | -17,0 | 8,9 | -29,4 | 74,6 | 0,4 | 1,9 | 1,1 | 1,3 |
| Očištěná EBITDA (%) | -3,5 | -10,7 | 6,4 | 7,7 | 1,5 | 1,7 | 0,6 | 1,6 |
| Vykázaný čistý zisk (%) | -63,6 | 82,5 | -161,1 | n/a | 0,4 | 5,2 | 4,2 | -2,9 |
| FINANCOVÁNÍ | | | | | | | | |
| Čistý dluh / EBITDA (x) | 2,1 | 2,8 | 4,0 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,4 |
| Čistý dluh / očištěná EBITDA (x) | 1,6 | 2,5 | 2,4 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,3 |
| Čistý dluh / vlastní kapitál (x) | 0,6 | 1,2 | 1,6 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,0 |
| Aktiva / vlastní kapitál (x) | 2,9 | 3,3 | 4,3 | 4,9 | 4,9 | 5,0 | 4,9 | 4,9 |
| Úrokové krytí (x) | 3,4 | 3,9 | 0,4 | 4,9 | 4,8 | 4,9 | 4,8 | 4,8 |
| OCENĚNÍ | | | | | | | | |
| P/E (x) | 114,0 | 59,9 | -83,1 | 32,2 | 32,1 | 30,5 | 29,3 | 30,1 |
| Price/provozní cash flow (x) | 14,5 | 12,7 | 9,4 | 13,0 | 11,2 | 10,8 | 10,6 | 10,3 |
| Price/volný cash flow (x) | -391,0 | 40,0 | 96,8 | 25,3 | 20,7 | 19,6 | 19,6 | 18,9 |
| Price/book value (x) | 3,5 | 4,6 | 5,1 | 8,3 | 8,3 | 8,3 | 8,2 | 8,0 |
| EV/výnosy (x) | 1,6 | 1,6 | 1,4 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 2,0 |
| EV/EBITDA (x) | 14,2 | 13,4 | 16,8 | 12,8 | 12,7 | 12,5 | 12,3 | 12,1 |
| Dividendový výplatní poměr (%) | 68,2 | 360,9 | 237,3 | n/a | 93,7 | 96,6 | 95,0 | 94,2 |
| ÚDAJE NA AKCII (CZK) | | | | | | | | |
| EPS | 3,7 | 6,8 | -4,2 | 14,9 | 15,0 | 15,8 | 16,5 | 16,0 |
| Provozní cash flow | 29,4 | 32,3 | 36,8 | 37,0 | 42,9 | 44,8 | 45,6 | 46,7 |
| Vlastní kapitál (book value) | 122,9 | 88,5 | 68,3 | 57,8 | 58,1 | 57,7 | 58,8 | 60,0 |
| Hrubá dividendy | 7,0 | 13,5 | 16,2 | 13,5 | 14,0 | 14,5 | 15,0 | 15,5 |
| Dividendový výnos, brutto (%) | 1,6 | 3,3 | 4,7 | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 3,1 | 3,2 |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



Monika Junicke
(420) 222 008 509
monika_junicke@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

Akcioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ

Hlavní ekonom SG Poland



Jarosław Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw_janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny.koshelev@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



Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akciový analytik



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

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



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

Eurozóna



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



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



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



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com

Čína



Wei Yao
(33) 1 57 29 69 60
wei.yao@sgcib.com



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3-6777-8063
takuji.aida@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



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

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com

Fixed Income



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



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@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

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



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



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



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



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



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.com

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



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



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

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



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



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



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Drimal
(44) 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com



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



Bertrand Delgado
+1 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@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, 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 vyplývajícemu 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>

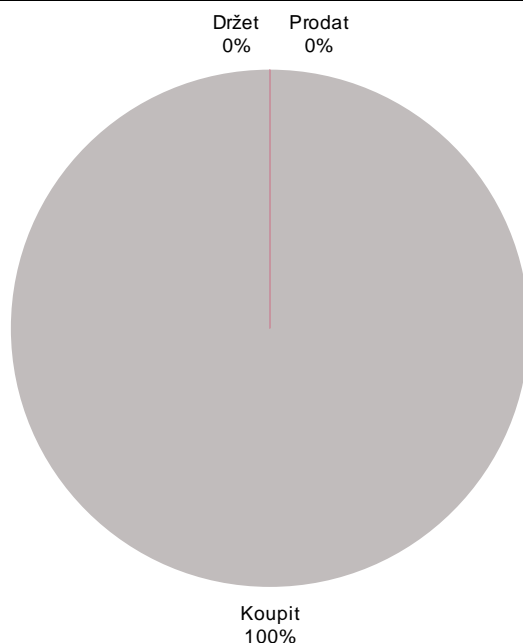
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odrazilo 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 prémie 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 (9 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 mezičase 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

| | Avast | CME | ČEZ | Fortuna | Kofola | MONETA Money Bank | O2 CR | PFNon- wovens | Philip Morris CR | Vienna Insurance |
|--|--|-----------|-----------|------------|-----------|-------------------------|------------|------------------|---------------------|---------------------|
| Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů | | | | | | | | | | |
| Doporučení | koupit | koupit | koupit | konec | koupit | koupit | koupit | koupit | koupit | koupit |
| Cílová cena | GBP 342 | USD 5,2 | CZK 717 | pokryvání | CZK 482 | CZK 97 | CZK 298 | CZK 924 | CZK 18308 | EUR 27 |
| Datum | 15.6.2018 | 28.3.2019 | 10.6.2019 | 9.5.2018 | 4.7.2019 | 7.3.2019 | 12.12.2018 | 1.4.2019 | 3.12.2018 | 11.9.2018 |
| Cena v den publikace | GBP 214 | USD 3,8 | CZK 536 | CZK 206 | CZK 291 | CZK 79,9 | CZK 239 | CZK 782 | CZK 14800 | EUR 23,2 |
| Investiční horizont | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců |
| Autor | J. Kostka | J. Kostka | M. Frayer | J. Kostka | J. Kostka | M. Frayer | M. Frayer | M. Frayer | J. Kostka | M. Frayer |
| Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně) | | | | | | | | | | |
| Doporučení | | koupit | koupit | prodat | koupit | koupit | držet | držet | koupit | koupit |
| Cílová cena | | USD 5 | CZK 620 | CZK 198 | CZK 484 | CZK 93 | CZK 270 | CZK 924 | CZK 17546 | EUR 26 |
| Datum | | 27.7.2017 | 11.6.2018 | 4.1.2018 | 26.9.2018 | 6.3.2018 | 18.9.2017 | 26.10.2018 | 22.8.2017 | 3.3.2017 |
| Doporučení | | koupit | koupit | koupit | | koupit | držet | v revizi | držet | |
| Cílová cena | | USD 4,2 | CZK 542 | CZK 198 | | CZK 90 | CZK 267 | v revizi | CZK 13500 | |
| Datum | | 27.4.2017 | 20.9.2017 | 30.11.2017 | | 17.8.2017 | 31.1.2017 | 17.5.2018 | 25.5.2017 | |
| Doporučení | | koupit | | v revizi | | koupit | koupit | prodat | koupit | |
| Cílová cena | | USD 3,7 | | v revizi | | CZK 95 | CZK 267 | CZK 876 | CZK 13500 | |
| Datum | | 10.3.2017 | | 9.11.2017 | | 9.6.2017 | 9.12.2016 | 13.9.2017 | 13.6.2016 | |
| Doporučení | | | | držet | | | držet | prodat | | |
| Cílová cena | | | | CZK 128 | | | CZK 260 | CZK 876 | | |
| Datum | | | | 12.6.2017 | | | 22.3.2016 | 13.9.2017 | | |
| Metody ocenění | DFCF | DFCF | DFCF | DFCF | DFCF | DFCF DDM ERM | DFCF DDM | DFCF | DDM | DDM ERM |
| Četnost doporučení | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně | 2x ročně |
| Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5% | ne | ne | ne | 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 | ne | ne | ne |
| Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 % | ne | ne | ne | 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 | ne | ne | ne |
| Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi | ne | ne | ne | ne | ne | ne* | ne | ne | ne | ne |
| Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty | | | | | | | | | | |
| Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců | ne | ne | ne | ne | ne | 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 | ne | ne | ne |
| KB market making pro tituly příslušného emitenta | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne | ne |

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

* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.