

Nápoje

Aktualizace

Česká republika

Kofola ČeskoSlovensko

Historicky nejlepší čísla budou dále růst, Koupit s cílovou cenou 381 CZK

Koupit

Cena 12.05.22	293 CZK
12m cíl	381 CZK
Pot. růst ceny	30,0%
Dividenda	13,5 CZK
Celkový výnos	34,6%

Sektorové doporučení

Snížit váhu

Typ investice

Dividendový výnos

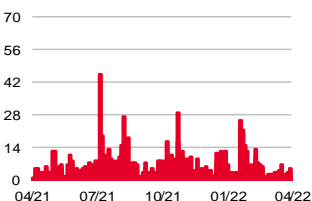
Růst skrz akvizice

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC KOFOL.PR	Bloom	KOFOL CP
52týdenní rozmezí	274 - 334	
Tržní kap. (mld. CZK)	6,5	
Tržní kap. (mil. EUR)	257	
Volně obchod. (%)	27	
Výkon (%)	1m	3m 12m
Akcie	-3,3	-7,6 3,5
Relativně k PX	1,1	4,5 -11,5

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/Kofola_last_divi2021

https://bit.ly/Kofola_3Q21_results

https://bit.ly/Kofola_4Q21final

SOCIETE

GENERALE

GROUP

Investiční doporučení: Pro akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko vydáváme doporučení **Koupit** s cílovou cenou 381 CZK na jednu akcii (doporučení a cílová cena byly dosud v revizi). Kofola je přední společností v sektoru produkce nealkoholických nápojů ve střední a jihovýchodní Evropě. Společnost se mimo jiné zaměřuje na produkci sycených nápojů a minerálních vod. Od propuknutí pandemie a po zavedení přísných restrikcí bylo tvrdě zasaženo hospodaření Kofoly, zejména restaurační segment. Hospodaření se v minulém roce řeči čísel vrátilo na předpandemické úrovně, nicméně věříme, že potenciál není zdaleka vyčerpán. V následujících letech předpokládáme organický růst všech tří segmentů (ČeskoSlovensko, Adriatický region a Fresh&Herbs). Kofola je také aktivní na poli M&A, což může nabízet další potenciál růstu.

Očekávaný výhled hospodaření: V našich projekcích počítáme s průměrným růstem celkových tržeb ve sledovaném období (2022 – 2026) o 5,8 % z 6,6 mld. CZK v 2021 na 8,8 mld. CZK v 2026. Náklady na vstupní materiály (např. obaly, sladidla) vzrostou jen letos o odhadovaných 25 %. Nicméně u ostatních nákladů fixního charakteru by Kofola měla ukázat přísnou kontrolu. Letošní zisk EBITDA vzroste podle naší projekce na 1 188 mil. CZK z 1 128 mil. CZK dosažených v 2021 a bude blíže hornímu konci cíle samotné Kofoly na 1 080 až 1 200 mil. CZK. Zadlužení Kofoly po akvizicích vzrostlo a prolomilo bankovní kovenanty. Nicméně v loňském roce již kleslo na 3,1x. Ve sledovaném období (2022-2026) nadále očekáváme další postupné snižování až pod 2,0x.

Ocenění akcií: K určení cílové ceny jsme použili model diskontovaného volného cash flow. **Cílovou cenu jsme stanovili na 381 CZK na akcii.** Fair value akcie ve srovnání s aktuální tržní cenou indikuje 30 % potenciál růstu. Kofolu oceňujeme na P/E 27,1 a EV/EBITDA 10,0. Medián sektoru srovnatelných společností se pohybuje na úrovni 25,9 respektive 19,7. V sektorovém srovnání se podle poměrových ukazatelů Kofola obchoduje se značným diskontem.

Hlavní rizika: Jedno z nejvýznamnějších rizik představuje růst cen surovin na vstupu, zejména sladidel a obalových materiálů. V současné situaci je toto riziko opravdu značné. Naopak situace je lepší s ohledem na omezení distribučních kanálů vyplývající z restriktivních opatření v souvislosti s pandemií COVID-19.

Očekávané události: Výsledky za první čtvrtletí 2022 plánuje Kofola zveřejnit 1. června.

Finanční data	2021	e2022	e2023	e2024	Poměrové ukazatele	2021	e2022	e2023	e2024
Výnosy (mil. CZK)	6 636	7 377	7 793	8 138	P/E (x)	26,7	21,8	17,2	14,7
EBITDA marže (%)	17,0	16,1	16,5	16,8	Price / cash flow	7,4	7,7	9,4	10,1
Čistý zisk (mil. CZK)	240	314	397	464	Dividendový výnos (%)	4,7	3,5	3,5	3,5
Zisk na akcii (CZK)	10,8	14,1	17,8	20,8	Price / book value (x)	4,8	5,1	4,7	4,3
Dividenda na akcii (CZK)	13,5	13,5	13,5	13,5	EV/výnosy (x)	1,5	1,4	1,3	1,2
Výplatní poměr (%)	457	125	96	76	EV/EBITDA (x)	8,8	8,5	7,7	7,0
Úrokové krytí (x)	3,1	3,5	4,2	4,7	Cena / provozní CF	5,6	5,2	5,7	5,6
Čistý dluh/VK (%)	2,7	2,5	2,2	1,8	ROE (%)	18,0	23,4	28,4	30,4



Bohumil Trampota
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz



Kevin Tran Nguyen
nguyen_tran@kb.cz

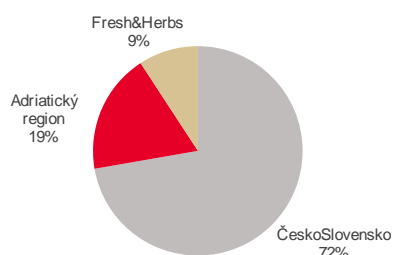
Obsah

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

Základní přehled o společnosti

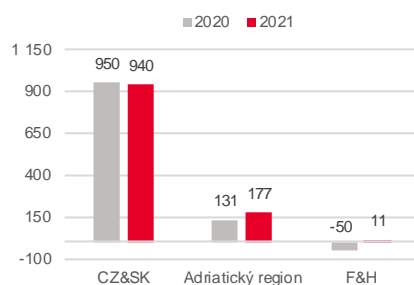
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Vedoucí postavení na slovenském a slovinském trhu, druhá pozice na českém a chorvatském trhu Velmi silné lokální značky Dlouhodobé zkušenosti managementu v oblasti výroby a distribuce nealkoholických nápojů 	<ul style="list-style-type: none"> Vysoká síla maloobchodních řetězců snižující vyjednávací postavení výrobců, což má negativní vliv na marže Vysoké zadlužení; může například ovlivnit schopnost vyplácet dividendu
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 materiálů/surovin (zejména sladidla a obalový materiál) Potenciál růstu dividendy 	<ul style="list-style-type: none"> Jakákoli restriktivní opatření, která omezují hospodaření Výrazný nárůst cen vstupních materiálů/surovin Neúspěch při nových potenciálních akvizicích Nepříznivý hospodářský vývoj zemí, kde skupina působí

Geografické rozdělení tržeb (2021)

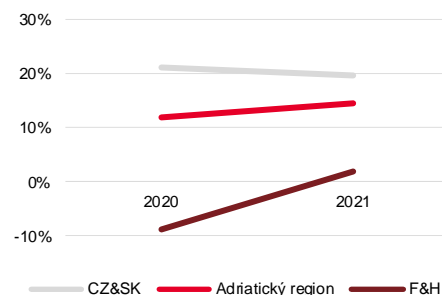


Zdroj: Kofola

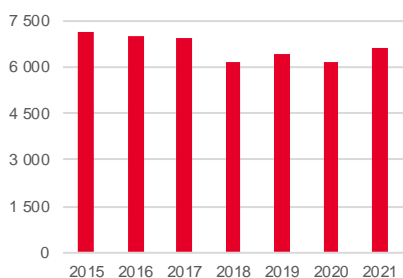
EBITDA dle segmentů (2021, mil. CZK)



EBITDA marže (2021, %)

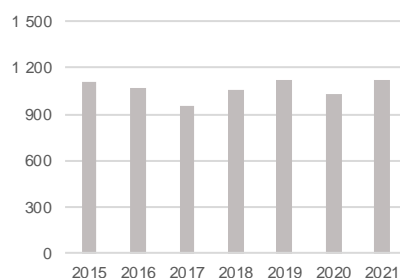


Vývoj tržeb (mil. CZK)

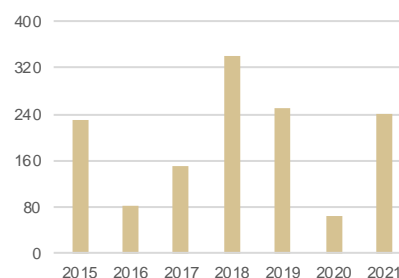


Zdroj: Kofola

Vývoj zisku EBITDA (mil. CZK)



Vývoj čistého zisku (mil. CZK)



Hospodaření společnosti a jeho výhledy

Výsledky Kofoly za poslední kvartál minulého roku respektive za celý minulý rok překonaly odhady i vlastní cíle společnosti.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření Kofoly za 4Q21 a celý 2021

mil. CZK	Q4 20	Q4 21	změna	odhad KB	konsensus	2020	2021	změna
Tržby	1 338	1 569	17,2 %	1 357	1 432	6 171	6 636	7,5 %
EBITDA	124,5	141,7	13,8 %	116	135	1 030	1 128	9,5 %
marže	9,3 %	8,8 %	-0,5 pb	8,6 %	9,4 %	16,7 %	17,0 %	0,3 pb
EBIT	-44,4	-9,8	n.m.			293	535	83,0 %
Čistý zisk	-131,8	-60,1	n.m.			66	240	266 %

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

Kofola nejprve v polovině února oznámila vybrané provozní ukazatele (např. tržby a zisk EBITDA). Celou sadu výsledků pak obsahovala výroční zpráva, kterou Kofola zveřejnila 12. dubna.

Celkové výnosy za samotné Q4 21 dosáhly 1 569 mil. CZK, což představuje meziroční růst o 17 %. Za vzestupem je nižší srovnávací základna plynoucí z restrikcí v 2020, které ovlivnily zejména restaurační segment. Zisk EBITDA činil 141,7 mil. CZK a bez překvapení ho táhly i v Q4 21 ČeskoSlovenské operace (165 mil. CZK). Zlepšení prezentoval sektor Fresh&Herbs a přispěl do EBITDA kladným dílem (3 mil. CZK), zatímco Adriatický region (-26 mil. CZK) byl ve ztrátě. Kofola tradičně předvádí nákladovou disciplínu, nicméně se ve výsledcích se začala projevovat inflace vstupních materiálů (např. sladidla, obaly, koncentráty). Čistý zisk dosáhl -60,1 mil. CZK (-131,8 mil. CZK v Q4 20).

Kofola překonala své celoroční cíle. EBITDA za celý loňský rok dosáhla 1 128 mil. CZK (9,5 % y/y) a překonala tak svůj cíl na 1 080–1 120 mil. CZK. Je to nejlepší výsledek v historii společnosti.

Cílem Kofoly na tento rok je doručit akcionářům zisk EBITDA v rozmezí 1 080 až 1 200 mil. CZK, a to při růstu tržeb o 11 %. To implikuje samotné tržby na 7 377 mil. CZK. CAPEX by měly tvořit maximálně 35 % zisku EBITDA a zadluženost se čeká asi 3,0x. Co se týká dividendy, vedení plánuje vyplatit, tak jako v minulých letech, opět 13,5 CZK na jednu akcii.

Čistý dluh byl na konci minulého roku 3,5 mld. CZK. Zadlužení měřené poměrem čistý dluh k zisku EBITDA bylo 3,1x. To znamenalo pokles z 3,7x na konci 2020. Za poklesem je růst hospodaření, nižší investiční náklady (CAPEX). Na druhou stranu zadlužení zvýšila výplata dividendy.

Předpověď celoročních výsledků

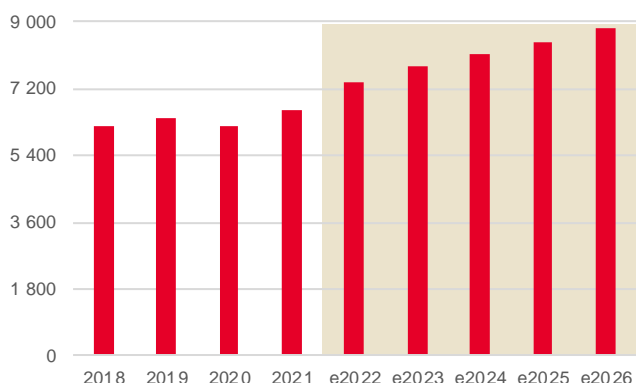
mil. CZK	2021	2022 (odhad KB)	změna	projekce Kofoly
Tržby	6 636	7 377	11,2 %	+11 % y/y
EBITDA	1 128	1 188	5,3 %	1 080 – 1 200
CAPEX	278	406		max 35 % EBITDA
Dividenda (CZK)	13,5	13,5		13,5
Zadlužení (č. dluh / EBITDA)	3,1x	2,8x		3,0x

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

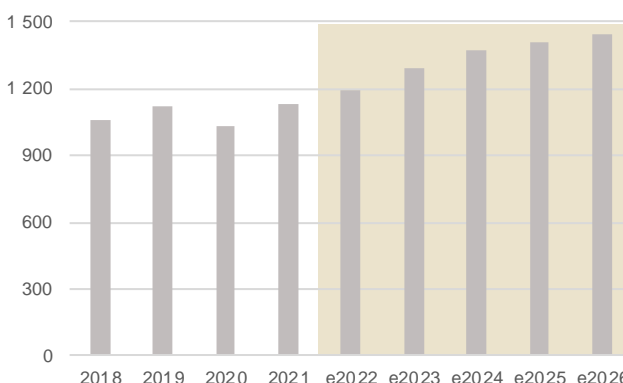
Minulý rok byl bohužel stále negativně ovlivněn omezeními souvisejícími s nákazou covid-19, zejména na začátku roku. To ovlivnilo hlavně restaurační byznys. V tomto roce s restrikcemi nepočítáme. V našich projekcích odhadujeme meziroční růst celkových tržeb o 11,2 %. Na tom se bude podílet jak cenový nárůst (asi 7 %), tak vyšší objemy (asi 4%). Zisk EBITDA čekáme na úrovni 1 188 mil. CZK, což je blíže horní hranici cíle Kofoly.

Dlouhodobý výhled

Tržby (mil. CZK)



EBITDA (mil. CZK)



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

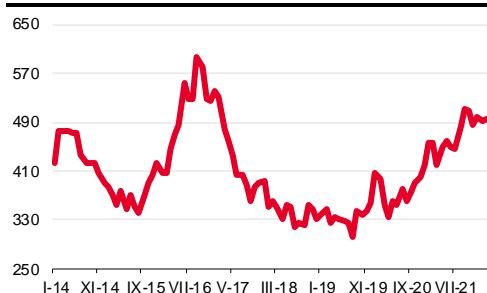
Kofola má tři základní pilíře podnikání: ČeskoSlovensko, Adriatický region (Slovinsko a Chorvatsko) a Fresh&Herbs kam patří salaterie UGO, polská Premium Rosa a český Leros. Na rozdíl od předchozích dvou let v našich projekcích nepočítáme s nejrůznějšími restrikcemi a omezeními typu zavření restaurací nebo nutnými certifikáty pro jejich návštěvu. To samozřejmě odrazovalo potenciální klienty. V tomto roce jsou naše odhady na úrovni tržeb shodné s cílem Kofoly a u zisku EBITDA se blíží horní hranici očekávání společnosti.

V námi sledovaném období (2022 – 2026) odhadujeme průměrné roční tempo růstu výnosů na 5,8 %. Nejdůležitějšími trhy Kofoly budou i nadále Česko a Slovensko. Dohromady by měly generovat téměř 80 % celkových výnosů.

Důležité je také zdůraznit, že podnikání Kofoly není v roce rovnoměrně rozložené, právě naopak je ovlivněno sezónností. Z tohoto pohledu jsou nejslabší první a čtvrtý kvartál. Nejdůležitější jsou letní měsíce, které zahrnují cestovní ruch a dovolené. Suverénně nejlepší je třetí čtvrtletí, které průměrně tvoří přes 30 % tržeb. Následuje druhý kvartál s asi 26 %, čtvrtý se zhruba 23 % a první s necelými 20 %.

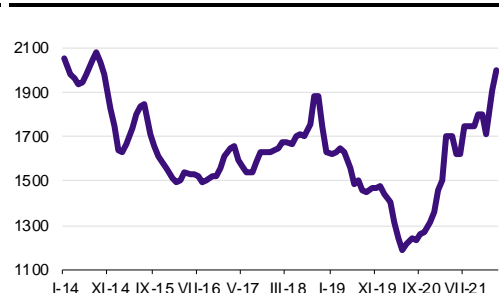
Mezi hlavní položky nákladů patří obalové materiály (PET) a cukr/sladidla. Z celkových materiálových nákladů je asi 55 % obalů, 25 % cukru/sladidel a zbytek jsou koncentráty a aroma. V minulých letech se Kofola těšila velmi příznivých cenám zejména cukru a obalů, v těchto kategoriích se ale nyní naplno projevily vysoká inflace. V tomto roce Kofola čeká růst obalových materiálů o asi 25 % a stejným tempem by se měly navýšit i náklady na cukr/sladidla. Vývoj ceny cukru a polyesterové pryskyřice, která se používá na výrobu lahví, jsou zachyceny v grafu na druhé straně.

Ceny cukru (USD/t)



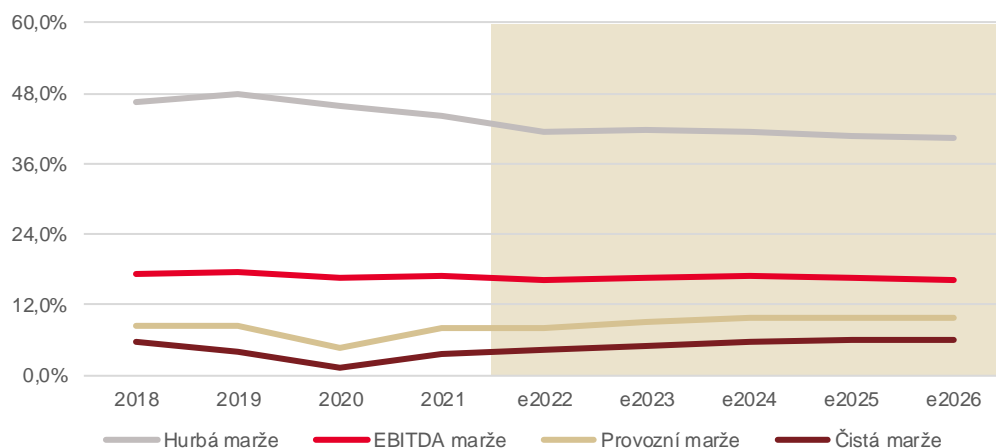
Source: Bloomberg

Polyesterová pryskyřice (USD/t)



Kofola předvádí tradičně velmi přísnou nákladovou disciplínu. Materiálové náklady vzrostou (viz výše), náklady na marketing by měly tvořit asi 5 % celkových výnosů, ale fixní náklady by podle výhledu vedení Kofoly měly zůstat v tomto roce stabilní. V našem modelu předpokládáme jejich mírný růst v celém sledovaném období (CAGR 2022-2026) o 2,3 %. Projekce managementu Kofoly pro tento rok (2022) je EBITDA v intervalu 1 080 až 1 200 mil. CZK. Naš odhad 1 188 mil. CZK míří k horní hranici cíle Kofoly. V našich kalkulacích počítáme s růstem EBITDA z 1 128 mil. CZK dosažené v roce 2021 na 1 440 mil. CZK v roce 2026 (CAGR 5,0 %).

Srovnání marží (%)



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Marže Kofoly klesly v roce 2020 kvůli propuknutí pandemie koronaviru respektive z ní vyplývajících opatření / restrikcí, která vážně zasáhly zejména restaurační sektor. Je to dobře vidět z předcházejícího grafu. Samozřejmě, že poptávka se rapidně snížila. EBITDA marže se v roce 2020 snížila o cca jeden procentní bod na 16,7 % hlavně kvůli tvrdému lockdownu. Nicméně hned v roce následujícím, spolu s odezníváním nákazy a rozvolňováním restrikcí, začala opět růst. V minulém roce (2021) dosáhla 17,0 %, i když i tento rok byl ovlivněn omezeními. V tomto roce (2022) čekáme pokles k 16 %. Důvodem je vysoká inflace vstupních materiálů způsobená opět koronavirem (restrikcemi, zavřenými provozy, narušením dodavatelsko-odběratelských vztahů a odloženou poptávkou). V následujících letech předpokládáme, že se marže bude pohybovat mezi 16 a 17 %.

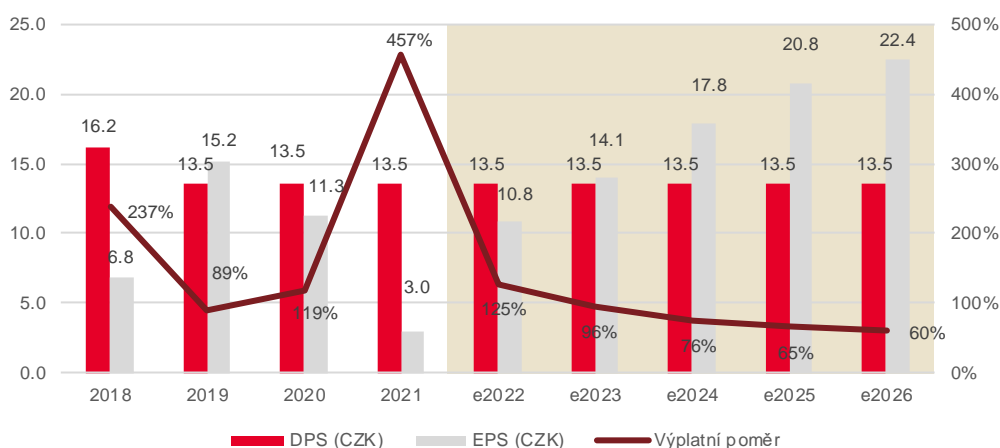
Dividendová politika

Dividendová politika Kofoly je založena na výplatě celkového objemu 300 mil. CZK z čistého zisku, čemuž také odpovídaly štědré výplatní poměry v minulosti.

V posledních letech vyplácela Kofola stabilních 13,5 CZK na akcii odpovídající celkovému objemu zmíněných asi 300 mil. CZK v souladu s oficiální politikou. Podobně tomu bylo i přes značný dopad pandemie na hospodářské výsledky i vloni. Vyplacená dividendy představovala úctyhodný 4,1 % hrubý dividendový výnos. 13,5 CZK jako dividendy by mělo být i letos (výnos 4,6 %).

Ve středně-dlouhém období konzervativně předpokládáme stabilní dividendu minimálně na úrovni 13,5 CZK. Výplatní poměr by tak mohl klesnout na významně nižší úroveň (růst hospodaření) v porovnání s předešlými lety až k 60 %. Na základě naší cílové ceny (viz níže) by projektovaná dividendy představovala zhruba 3,5 % dividendový výnos.

Dividendová politika



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

Ve sledovaném období vidíme výrazný prostor pro navýšení dividendy.

Navzdory našim poměrně konzervativním projekcím, **vidíme ve sledovaném období výrazný prostor pro nárůst dividendy**. Hlavními důvody by potenciálně byly značný růst zisku na akcii (EPS) či klesající zadlužení (viz níže). Na druhou stranu negativní vliv na schopnost vyplácet dividendy by mohly mít další případné akvizice. Nicméně po akvizičním apetitu z minulých let další podstatnější akvizice v nejbližším období nečekáme. Distribuci zisku mezi akcionáře, může negativně ovlivnit také tržní situace a vysoké zadlužení.

Zadlužení společnosti

Po skokovém navýšení zadlužení v roce 2020, dáno akvizicemi společností Ondrášovka a Karlovarská Korunní, poměr čistý dluh / EBITDA na konci minulého roku klesl na úroveň 3,1x, což je pod hranici 3,5x stanovenou bankovními kovenanty.

Zadlužení by mělo klesnout až na úroveň 1,6x.

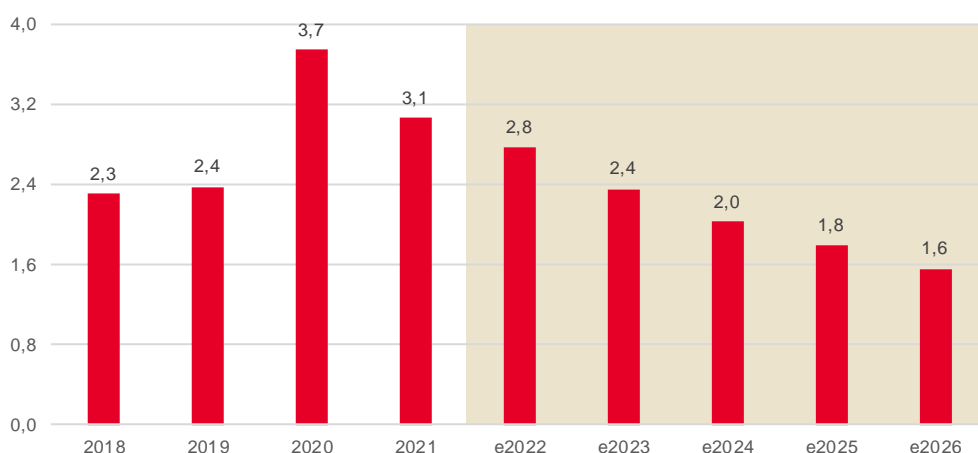
V našich projekcích by zadlužení mělo relativně rychle klesnout pod úroveň dlouhodobého cíle Kofoly 2,0x až na konečných 1,6x v posledním roce naší sledovaného období. Tuto úroveň považujeme za zcela komfortní. Klesající zadlužení by nejenže upevnilo schopnost společnosti vyplácet dividendy, ale také by naskytlo příležitost pro akvizici. Vzhledem k omezenému potenciálu organického růstu se akviziční růst jeví jako reálná příležitost, což Kofola v minulých letech již několikrát potvrdila.

V souladu s dlouhodobou strategií udržitelnosti Kofoly by se v rámci vertikální integrace mohly potenciálně akviziční cíle nacházet v oblastech lokálního sourcingu zdravých ingrediencí nebo

recyklovaných obalových materiálů. Co se týče horizontální roviny, tak v úvahu připadá rozšíření portfolia gastronomie či minerálních vod.

V opačném případě by se extrémně vysoké zadlužení mohlo negativně promítnout do schopnosti vyplácet dividendu. Nicméně jak již předchozí roky ukázaly, i dividendová politika je krátkodobě schopna tolerovat vyšší zadlužení (viz výše).

Zadlužení: Čistý dluh / EBITDA



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Sektorové srovnání

Skupina Kofola nemá v České republice srovnatelnou konkurenci, která by se zároveň obchoďovala 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.

Poslední dva roky byly poznamenány nákazou COVID-19, což mělo s ohledem na protiepidemická opatření velký dopad na celý sektor. Proto i nadále předpokládáme, že další oživení ekonomické aktivity by mohlo představovat významný katalyzátor.

Poměrové ukazatele naznačují výrazný diskont.

Při pohledu na P/E poměr (viz tabulka níže) je vidět, že Kofola dosahuje výrazně nižší prémie vzhledem k čistému zisku než konkurence. Ještě výraznější diskont v ocenění společnosti v porovnání s konkurenčními firmami a celým sektorem naznačují ukazatele na bázi EBITDA či tržeb (EV/EBITDA, EV/Sales a P/S). Mimo jiné Kofola současně také nabízí nadprůměrný 4,4 % dividendový výnos v porovnání se sektorem.

Sektorové srovnání skrze poměrové ukazatele představuje výrazný diskont v ocenění Kofoly vůči srovnatelným společnostem.

Kofola vs. srovnatelné společnosti

	P / E			EV/EBITDA			EV/Sales			P/S			ROE	Divi. %
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	akt.	akt.
Kofola ČeskoSlovensko AS	21,8	17,2	14,7	8,5	7,7	7,0	1,4	1,3	1,2	0,9	0,9	0,8	23,4	4,4
Coca-Cola Co/The	26,0	24,2	22,6	22,9	21,3	19,8	7,4	7,1	6,7	6,6	6,3	6,0	45,6	2,7
PepsiCo Inc	25,7	23,6	21,7	17,9	16,7	15,6	3,3	3,1	3,0	2,9	2,7	2,6	63,2	2,7
Monster Beverage Corp	31,0	26,5	23,4	21,5	18,7	17,0	6,7	6,0	5,5	7,1	6,4	5,9	22,0	n/a
AG Barr PLC	18,6	18,1	17,2	10,4	9,8	9,2	2,0	2,0	1,9	2,3	2,2	2,1	11,8	1,8
Keurig Dr Pepper Inc	22,2	20,3	18,7	15,8	15,1	14,4	4,8	4,6	4,4	3,9	3,7	3,6	9,7	2,0
Fevertree Drinks PLC	38,2	31,1	25,8	24,4	19,4	16,0	4,4	3,9	3,5	4,8	4,3	3,8	16,7	1,1
MEDIAN	25,9	23,9	22,1	19,7	17,7	15,8	4,6	4,2	3,9	4,4	4,0	3,7	19,4	2,0
S&P 500 Soft Drinks Sub Indust	26,1	24,0	22,2	20,2	18,7	17,4	n/a	n/a	n/a	4,1	4,0	3,8	47,0	n/a
Kofola vs median	-15,9%	-28,0%	-33,5%	-56,8%	-56,7%	-55,6%	-70,2%	-70,2%	-70,1%	-78,8%	-78,1%	-77,3%	20,7%	119,9%
Kofola vs S&P 500 Soft Drinks	-16,7%	-28,5%	-33,7%	-57,8%	-59,2%	-59,8%	n/a	n/a	n/a	-77,7%	-77,9%	-77,6%	-50,3%	n/a

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Připomínáme, že sektorové srovnání s nejbližšími konkurenty nemusí mít velkou vypovídací schopnost. Je to dáno především heterogenitou jednotlivých společností, co se týká velikosti, produkt mixu, geografické segmentace či kapitálové struktury.

Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF.

Naše nová cílová cena je 381 CZK.

K ocenění hodnoty akcií společnosti Kofola byl použit dvoustupňový model diskontovaného volného cash flow (DCF) s pětiletým explicitním obdobím. Volný cash flow je diskontován pomocí vážených nákladů na kapitál (WACC) v rozmezí 5,8-6,6 % pro sledované období. Pro výpočet terminální hodnoty byla použita míra WACC zohledňující normalizované hodnoty úrokových měr a akciových rizikových přírůžek. Dlouhodobý růst předpokládáme na úrovni 1 %. Na základě DCF metody s níže uvedenými diskontními faktory odhadujeme **fair value akcií společnosti na 381 CZK za jednu akcii.**

Parametry ocenění akcií společnosti Kofola

	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026
Vážené náklady kapitálu	6,6%	6,2%	5,8%	5,9%	6,5%
Náklady na vlastní kapitál	8,4%	8,1%	7,9%	7,8%	8,7%
Beta	0,837	0,837	0,837	0,837	0,837
Bezriziková úroková míra	3,3%	3,0%	2,7%	2,7%	2,8%
Akciová riziková přírážka	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	6,1%
Riziková prémie země	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Náklady na dluh	5,9%	5,3%	4,7%	4,5%	4,5%
Diskontované FCFF (mil. CZK)					
EBITDA	1 188	1 288	1 371	1 405	1 440
Zaplacené daně	-107	-144	-170	-178	-193
Změna pracovního kapitálu	216	33	-16	-36	-49
Kapitálové výdaje	-406	-452	-505	-525	-546
FCFF	891	725	680	666	652
Diskontovaný FCFF	836	640	568	525	483
Současná hodnota FCFF do roku e2026	3 052				
Dlouhodobá míra růstu	1,0%				
Současná hodnota FCFF po roce e2026	8 887				
Čistý dluh	3 453				
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	8 486				
Fair value na akcii (CZK)	381				

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					
Míra růstu / vážené náklady kapitálu	-100 bb	-50 bb	6.2 % / 6.5 % *	+50 bb	+100 bb
0.0%	381	423	423	381	316
0.5%	346	381	381	346	290
1.0%	346	381	381	346	290
1.5%	381	423	423	381	316
2.0%	474	539	539	474	381

Pozn.: * první hodnota odpovídá průměru za roky 2022-26, druhá hodnota po roce 2026

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 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 v posledním období je vidět zvýšený zájem o 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 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 cukry/sladidla a obalové materiály. 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 a celé skupiny Kofola.
- **Akviziční aktivita:** Organický růst je v případě Kofoly spíše omezený. Proto se nabízí růst pomocí akvizic (jako to bylo v případě Ondrášovky a Karlovarské Korunní). Akvizice je náročný proces, který nemusí pokaždé dopadnout ve prospěch společnosti, hrozí např. přepacení cílové společnosti.
- **Vývoj měnových kurzů:** Množství 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	2019	2020	2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Tržby	6 409	6 171	6 636	7 377	7 793	8 138	8 470	8 805
Náklady na prodej	-3 345	-3 350	-3 710	-4 321	-4 548	-4 777	-5 010	-5 255
Hrubý zisk	3 065	2 822	2 926	3 056	3 244	3 360	3 459	3 550
Provozní náklady	-2 525	-2 529	-2 391	-2 473	-2 549	-2 580	-2 632	-2 680
Provozní zisk	540	293	535	584	695	781	827	869
EBITDA očištěná	1 119	1 030	1 128	1 188	1 288	1 371	1 405	1 440
Finanční výsledek, čistý	-141	-101	-170	-166	-165	-163	-161	-159
Zisk před zdaněním	399	192	365	418	530	618	666	710
Daň z příjmu	-146	-126	-125	-105	-132	-155	-166	-177
Zisk po zdanění	253	66	240	314	397	464	499	532

ROZVAHA								
Celková aktiva	6 916	7 537	7 236	7 299	7 379	7 504	7 655	7 836
Dlouhodobá aktiva	4 394	5 684	5 306	5 136	4 996	4 915	4 863	4 841
Budovy, stroje a zařízení	3 127	3 449	3 221	4 272	4 131	4 045	3 993	3 968
Ostatní	1 267	2 235	2 085	864	865	870	871	873
Oběžná aktiva	2 522	1 854	1 929	2 163	2 383	2 588	2 792	2 995
Zásoby	485	519	641	606	614	613	609	603
Pohledávky z obchodního styku	1 247	783	867	1 011	1 014	1 003	986	965
Peněžní prostředky a ekvivalenty	774	544	392	517	726	944	1 169	1 400
Ostatní	16	7	30	29	29	28	27	27
Vlastní kapitál	1 514	1 307	1 297	1 310	1 406	1 569	1 767	1 998
Dlouhodobé závazky	2 843	3 993	3 436	3 387	3 339	3 293	3 247	3 203
Krátkodobé závazky	2 560	2 237	2 503	2 603	2 634	2 642	2 641	2 634

VÝKAZ CASH FLOW								
Zisk před zdaněním	422	192	365	418	530	618	666	710
Odpisy	566	632	618	604	593	590	578	570
Ostatní nepeněžní operace	123	152	168	187	194	188	188	186
Placené daně	-122	-131	-149	-107	-144	-170	-178	-193
Změna pracovního kapitálu	-57	-60	140	216	33	-16	-36	-49
Cash flow z provozní aktivity	932	785	1 142	1 319	1 206	1 210	1 218	1 224
Cash flow z investiční aktivity	-355	-1 349	-231	-406	-452	-505	-525	-546
Placené dividendy	-286	-275	-288	-301	-301	-301	-301	-301
Cash flow z finanční aktivity	-419	325	-1 052	-788	-544	-488	-468	-448
Změna hotovosti	155	-231	-152	125	209	218	225	231

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje Kofoly

	2019	2020	2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026
ZISKOVOST								
ROE (%)	16,8	4,6	18,0	23,4	28,4	30,4	29,2	27,7
ROA (%)	3,7	0,9	3,3	4,3	5,4	6,2	6,6	6,9
ROIC (%)	5,3	1,2	4,4	6,1	7,7	8,8	9,2	9,5
MARŽE								
Hrubá marže (%)	47,8	45,7	44,1	41,4	41,6	41,3	40,8	40,3
EBITDA marže (%)	17,5	16,7	17,0	16,1	16,5	16,8	16,6	16,4
Provozní marže (%)	8,4	4,7	8,1	7,9	8,9	9,6	9,8	9,9
Zisková marže (%)	3,9	1,1	3,6	4,3	5,1	5,7	5,9	6,0
DYNAMIKA RŮSTU								
Tržby (%)	4,1	-3,7	7,5	11,2	5,6	4,4	4,1	4,0
Náklady na prodej (%)	1,2	0,1	10,8	16,5	5,3	5,0	4,9	4,9
EBITDA (%)	1,7	-16,0	24,6	3,0	8,4	6,4	2,5	2,5
EBITDA očištěná (%)	5,9	-8,0	9,5	5,3	8,4	6,4	2,5	2,5
Čistý zisk (%)	-26	-74	265	30	27	17	8	7
FINANCOVÁNÍ								
Č. dluh / EBITDA (x)	2,4	3,7	3,1	2,8	2,4	2,0	1,8	1,6
Č. dluh / vlastní kapitál (x)	1,8	2,9	2,7	2,5	2,2	1,8	1,4	1,1
Aktiva / vlastní kapitál (x)	4,6	5,8	5,6	5,6	5,2	4,8	4,3	3,9
Úrokové krytí (x)	3,7	2,4	3,1	3,5	4,2	4,7	5,1	5,4
OCENĚNÍ								
P/E (x)	26,0	79,1	26,7	21,8	17,2	14,7	13,7	12,8
Cena / Provozní cash flow (x)	7,1	6,6	5,6	5,2	5,7	5,6	5,6	5,6
Cena / Volný cash flow (x)	14,9	20,6	7,4	7,7	9,4	10,0	10,3	10,5
Price / book value (x)	4,3	3,9	4,8	5,1	4,7	4,2	3,8	3,4
EV / Výnosy (x)	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV / EBITDA (x)	8,3	8,8	8,8	8,5	7,7	7,0	6,6	6,3
ÚDAJE NA AKCII (CZK)								
EPS	11,3	3,0	10,8	14,1	17,8	20,8	22,4	23,9
Provozní cash flow	41,8	35,2	51,2	59,2	54,1	54,3	54,6	54,9
Vlastní kapitál	68,6	60,0	60,0	60,5	64,8	72,1	81,0	91,4
Hrubá dividenda	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
Dividendový výnos, brutto (%)	4,6	5,8	4,7	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4

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 případech, 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>

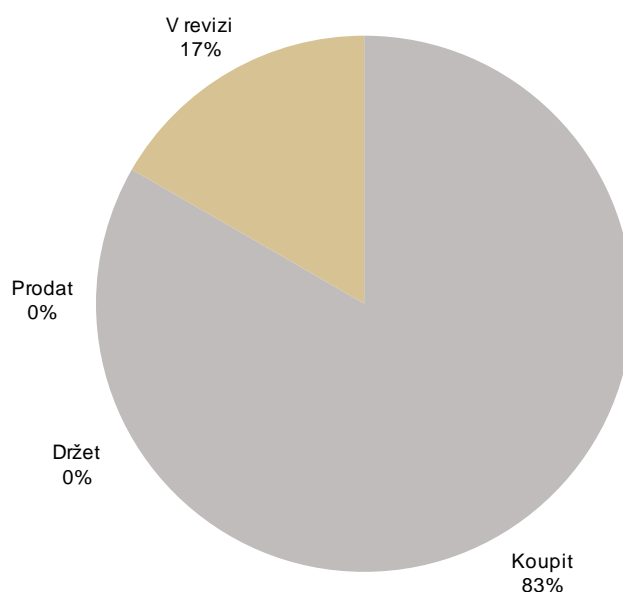
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 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 (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 mezichase 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	Česká zbrojovka	ČEZ	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon- wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů									
Doporučení	koupit	koupit	v revizi	koupit	koupit	konec	konec	koupit	konec
Cílová cena	GBp 600	CZK 645	v revizi	CZK 381	CZK 109.7	pokrývání	pokrývání	CZK 18183	pokrývání
Datum	11.02.2021	17.01.2022	10.05.2022	12.05.2022	31.08.2021	25.02.2022	15.02.2021	11.02.2022	22.11.2019
Cena v den publikace	CZK 147	CZK 506	CZK 1010	CZK 293	CZK 87,1	CZK 270	CZK 800	CZK 16760	EUR 24.7
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců			12 měsíců	
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota			B. Trampota	
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	v revizi	koupit	v revizi	v revizi	koupit	v revizi	koupit	koupit
Cílová cena	GBp 466	v revizi	CZK 905	v revizi	v revizi	CZK 362	v revizi	CZK 16512	EUR 26
Datum	30.08.2019	31.03.2021	10.12.2021	15.02.2022	07.05.2021	26.03.2021	30.04.2020	20.11.2020	03.03.2017
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	
Cílová cena	v revizi	CZK 357	CZK 621	CZK 367	CZK 97	CZK 293	CZK 924	CZK 18308	
Datum	14.08.2019	27.11.2020	23.07.2020	12.01.2021	29.10.2019	08.01.2020	01.04.2019	03.12.2018	
Doporučení	koupit		koupit	v revizi	koupit	koupit		koupit	
Cílová cena	GBp 342		CZK 717	v revizi	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 17546	
Datum	15.06.2018		10.06.2019	26.11.2020	07.03.2019	12.12.2018	26.10.2018	22.08.2017	
Doporučení			koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	držet	
Cílová cena			CZK 620	CZK 482	CZK 93	CZK 270	v revizi	CZK 13500	
Datum			11.06.2018	04.07.2019	06.03.2018	18.08.2017	17.05.2018	25.05.2017	
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	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	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
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	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
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	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	ano	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
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	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