

Nápoje

Aktualizace

Česká republika

Kofola ČeskoSlovensko

Očekávaný růst, potenciál M&A

Koupit

Cena 29.05.23	244 CZK
12m cíl	313 CZK
Pot. růst ceny	28,3 %
Dividenda	11,3 CZK
Celkový výnos	32,9 %

Sektorové doporučení
Snížit váhu

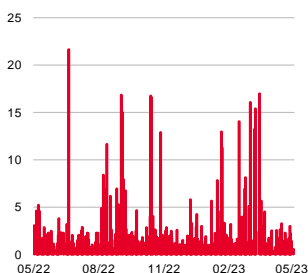
Typ investice
Dividendový výnos
Růst skrz akvizice

Roční vývoj ceny akcií



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Data o akciích

RIC KOFOL.PR Bloom	KOFOL CP
52týdenní rozmezí	226 - 303
Tržní kap. (mld. CZK)	5,5
Tržní kap. (mil. EUR)	231
Volně obchod. (%)	27
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-0,4 -2,0 -18,3
Relativně k PX	3,5 4,5 -19,3

Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Pro akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko potvrzujeme doporučení **Koupit** s cílovou cenou **313 CZK** na jednu akcii (předchozí doporučení a cílová cena byly **Koupit** a **381 CZK**). Po odeznění restrikcí spojených s pandemií, které tvrdě dopadly na restaurační byznys, zasáhla Kofolu vysoká inflace vstupů a energií. Očekáváme organický růst všech tří základních pilířů Kofoly. Kromě toho vnímáme i potenciál růstu pomocí M&A operací, kde byla Kofola v nedávné minulosti docela aktivní.

Očekávaný výhled hospodaření: V našich projekcích odhadujeme ve sledovaném období (2023 – 2027) průměrné roční tempo růstu zisku EBITDA na +5,7 % při růstu tržeb +6,4 %. V roce 2027 by výnosy měly dosáhnout 10,8 mld. CZK a EBITDA 1,5 mld. CZK. Letos čekáme rychlý růst nákladů na vstupy (týká se to zejména sladidel a obalů), ale u ostatních provozních nákladů by Kofola měla předvést svou nákladovou disciplínu. Podle našich projekcí bude EBITDA za letošní rok atakovat horní hranici cíle (1,10-1,25 mld. CZK) managementu společnosti. Odhadujeme, že vzroste o +9,6 % na 1,217 mld. CZK.

Ocenění akcií: K valuaci akcií Kofoly jsme použili model diskontovaného volného cash flow. Naše projekce ve sledovaném období 2023-2027 jsme diskontovali za použití ceny kapitálu 8,2-9,1 % a 9,1 % pro terminální hodnotu při 2 % dlouhodobé míře růstu. **Cílovou cenu jsme stanovili na 313 CZK na jednu akcii.** Naše cena nabízí růstový potenciál ve srovnání s aktuální tržní cenou ve výši +27,8 %. Celkový potenciál včetně dividendového výnosu je +32,4 %. Tomu odpovídá doporučení **Koupit**.

Kofolu oceňujeme na P/E 21,6x a EV/EBITDA 8,4x. Medián sektoru srovnatelných společností se pohybuje na úrovni 24,1x respektive 18,8x. Kofola se tedy obchoduje se značnou slevou/diskontem vůči srovnatelným společnostem v sektoru.

Hlavní rizika: Významným rizikem je samozřejmě cena vstupních materiálů, zejména sladidel a obalových materiálů. Otazník pak stále zůstává nad cenami energií. Dále je rizikem jakékoli omezení distribučních kanálů, jako tomu bylo v případě pandemie. Roli může sehrát i pokles reálné mzdy, což pravděpodobně ovlivní poptávku po výrobcích skupiny. V neposlední řadě pak může poptávku negativně ovlivnit plánované přesunutí nápojů do vyšší sazby DPH.

Očekávané události: Výsledky za první čtvrtletí 2023 plánuje Kofola zveřejnit 1. června.

Finanční data

	2022	2023e	2024e	2025e
Výnosy (mil. CZK)	7 875	8 796	9 235	9 721
EBITDA marže (%)	14,1	13,8	13,6	13,7
Čistý zisk (mil. CZK)	264	323	406	480
Zisk na akcii (CZK)	10,8	11,8	14,5	18,2
Dividenda na akcii (CZK)	13,5	11,3	11,3	13,5
Výplatní poměr (%)	457	105	95	93
Úrokové krytí (x)	2,0	2,7	3,4	4,8
Čistý dluh/VK (%)	2,6	2,4	2,0	1,6

Poměrové ukazatele

	2022	2023e	2024e	2025e
P/E (x)	23,9	21,6	17,2	14,5
Price / cash flow	12,3	7,7	10,2	9,6
Dividendový výnos (%)	4,7	4,0	4,7	4,3
Price / book value (x)	4,7	5,0	4,6	4,1
EV/výnosy (x)	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	8,6	8,4	7,9	7,2
Cena / provozní CF	6,8	5,1	6,2	5,8
ROE (%)	19,8	23,6	27,9	30,0

Poslední analýza a komentář:

https://bit.ly/Kofola_last_divi2021

https://bit.ly/Kofola_3Q21_results

https://bit.ly/Kofola_4Q21final

SOCIETE

GENERALE

GROUP



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

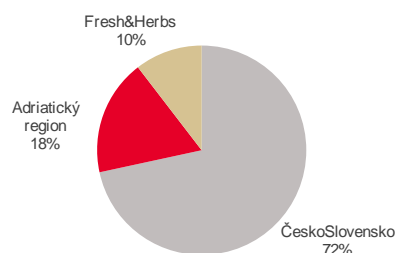
Obsah

Základní přehled o společnosti.....	3
Hospodaření společnosti a jeho výhledy.....	4
Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření.....	4
Dlouhodobý výhled.....	5
Dividendová politika	8
Zadlužení společnosti.....	8
Výhled na M&A aktivity	9
Sektorové srovnání	10
Ocenění	10
Hlavní rizika	12

Základní přehled o společnosti

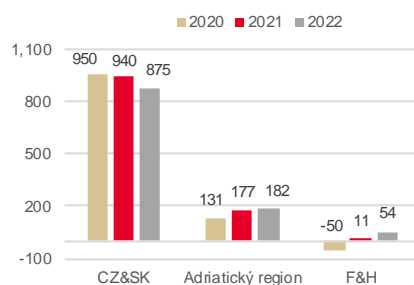
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Vedoucí postavení na slovenském a slovinském trhu, druhá pozice na českém a chorvatském trhu Velmi silné lokální značky Dlouhodobé zkušenosti managementu v oblasti výroby a distribuce nealkoholických nápojů 	<ul style="list-style-type: none"> Velká vyjednávací síla maloobchodních řetězců snižující postavení výrobců, což má negativní vliv na marže 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 sladidel a obalových materiálů) 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 (2022)

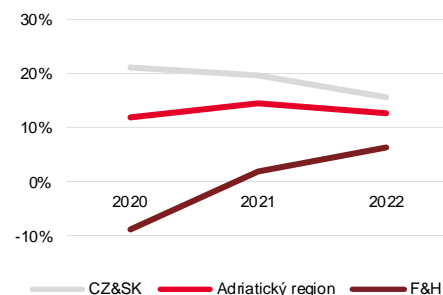


Zdroj: Kofola

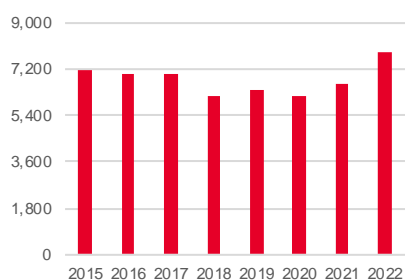
EBITDA dle segmentů (mil. CZK)



EBITDA marže (%)

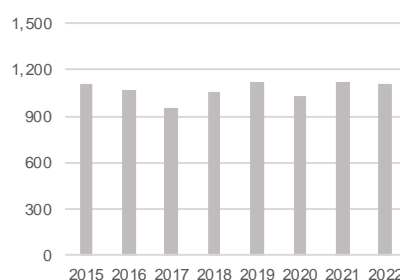


Vývoj tržeb (mil. CZK)

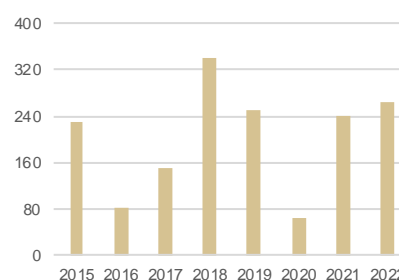


Zdroj: Kofola

Vývoj zisku EBITDA (mil. CZK)



Vývoj čistého zisku (mil. CZK)



Hospodaření společnosti a jeho výhledy

Reportovaná čísla Kofoly za poslední kvartál minulého roku, respektive za celý minulý rok překonala odhady i vlastní cíle společnosti.

Zhodnocení aktuálních výsledků hospodaření

Výsledky hospodaření Kofoly za 4Q22 a celý 2022

mil. CZK	Q4 21	Q4 22	y/y	KB	kons.	2021	2022	y/y	KB	kons.
Tržby	1 569	1 811	15,5 %	1 810	1 811	6 636	7 875	18,7 %	7 874	7 875
EBITDA	142	230	62,5 %	222	207	1 128	1 110	-1,6 %	1 102	1 087
marže	9,0 %	12,8 %	3,7 pb	12,3 %	11,4 %	17,0 %	14,1 %	-3,0 pb	14,0 %	13,8 %
EBIT	-9,8	88	n.m.	72		519	533	2,6 %	517	
Čistý zisk	-60	54	n.m.	13		229	209	-8,8 %	168	

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

Tradicí se stává, že Kofola zveřejnila vybraná provozní data (tržby a EBITDA) již v polovině února. Kompletní sada výsledků pak byla součástí výroční zprávy. K její prezentaci došlo 13. dubna.

Za poslední kvartál roku 2022 dosáhla Kofola tržeb 1,81 mld. CZK (+15,5 % y/y) a EBITDA 230 mil. CZK (+62,5 % y/y). To s nejvyšší pravděpodobností odráží cenový růst v průběhu roku. Přísná kontrola provozních nákladů (např. marketing, admin) a stabilizace zejména nákladů na energie v samotném čtvrtém čtvrtletí, které klesly z maxim viděných v průběhu roku (Kofola nakupuje energie na spotovém trhu), nakonec pomohly k naplnění celoročních cílů. Naproti tomu je zřejmý růst vstupních materiálů (sladidla, obalové materiály), který je téměř stejně vysoký jako růst tržeb. Nejdůležitějšímu segmentu ČeskoSlovensko, který výsledky táhl, vzrostla EBITDA za Q4 na 225 mil. CZK (165 mil. CZK v 4Q 21). Za růstem je nižší srovnávací základna, kdy Q4 21 bylo ovlivněno pandemickými restrikcemi. Fresh&Herbs dosáhl na 18 mil. CZK (3 mil. CZK před rokem). Pouze Adriatický region zaznamenal ztrátu 13 mil. CZK, což je ale polovina toho, co před rokem (-26 mil. CZK). Čistý zisk v Q4 byl vykázán ve výši 54 mil. CZK (-60 mil. CZK před rokem). Rozdíl proti našemu odhadu byl dán nižšími finančními náklady, a to hlavně vzhledem ke kurzovým ziskům. Za minulý rok činila celková EBITDA 1,11 mld. CZK (-1,6 % y/y) při výnosech 7,88 mld. CZK (+18,7 % y/y). Celoroční čistý zisk klesl v meziročním srovnání o 8,8 % na 209 mil. CZK. Připomínáme, že Kofola splnila své cíle EBITDA 1,08 mld. CZK i růstu tržeb o +19 %. Zadlužení podle ukazatele čistý dluh / EBITDA dosáhlo 2,97x (3,06x na konci 2021). To je v souladu s cílem <3,0x.

Odhad výsledků za první čtvrtletí 2023

Kofola plánuje zveřejnit výsledky za Q1 23 ve čtvrtek 1. června 2023

mil. CZK	Q1 22	Q1 23 (KB)	y/y
Tržby	1 506	1 708	13,4 %
EBITDA	112	177	58,8 %
marže	7,4 %	10,4 %	3,0 pb
EBIT	-35	34	n.m.
Čistý zisk	-106	-5	n.m.

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

Tržby by měly v prvním kvartále vzrůst o +13 % y/y při poklesu objemů o 8 %. To bylo již oznámeno s výsledky za 2022. Dále klesaly ceny energií, které kupuje Kofola na spotovém

trhu. Náklady na sladidla pravděpodobně vzrostly, ale podobně jako energie by měly klesat náklady na obaly. Samozřejmostí by měla být přísná kontrola nákladů. První čtvrtletí je z hlediska sezónnosti nejslabší. Z hlediska celoroční projekce jsou nejdůležitější letní měsíce (pěkné počasí), respektive kvartály. Očekáváme, že komentář Kofoly bude pro další čtvrtletí opatrný, ale že potvrdí celoroční cíle.

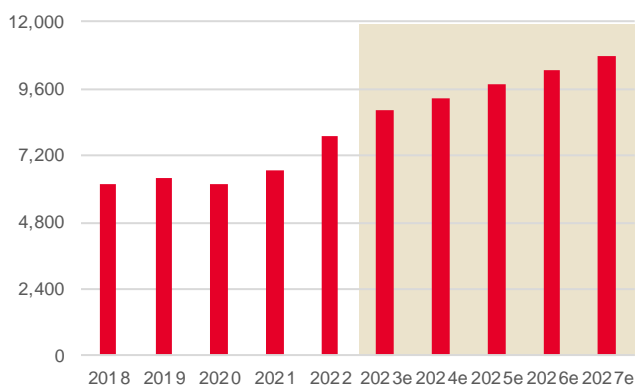
Kofola by měla dosáhnout za Q1 23 růstu tržeb o +13 % y/y na 1,7 mld. CZK. Společnost zdražila svou produkci o 20 %. A to mělo pravděpodobně spolu s klesající reálnou mzdou vliv na poptávku. Podle předchozích indikací došlo k poklesu objemu o 8 % y/y. Odhadujeme nižší ceny energií. I ceny obalových materiálů by měly mít klesající tendenci. Naproti tomu kotace cukru v Q1 stále rostly. Předpokládáme také, že Kofola šetřila na úrovni dalších provozních nákladů (např. marketing, administrativní náklady). EBITDA čekáme na úrovni 177 mil. CZK (+59 % y/y). Za první kvartál čekáme mírnou čistou ztrátu 4,6 mil. CZK (-105,6 mil. CZK v Q1 22).

Celoroční projekce: Kofola očekává EBITDA 1,10-1,25 mld. CZK. Celkové tržby by měly vzrůst o +12 % y/y, zadlužení zůstat pod 3,0x a výhled na dividendu by měl činit minimálně 11,30 CZK (rozhodnutí na podzim). Předpokládáme, že je vedení Kofoly projekce potvrdí. Naše odhady za Q1 23 znamenají asi 15 % celoročního cíle.

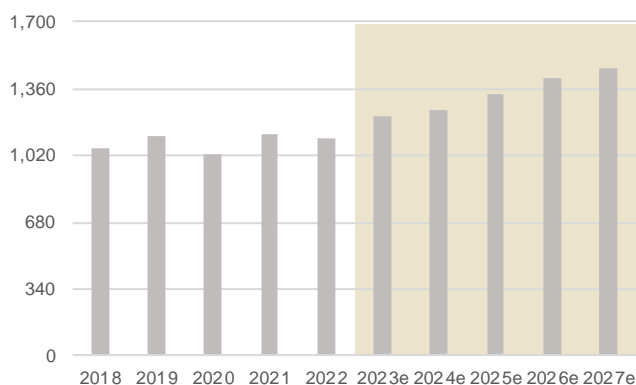
Očekáváme, že podobně jako u předchozích prezentací, ukáže Kofola vývoj tržeb v měsících následujících po Q1. Je možné, že dojde také na aktualizaci dění na poli M&A.

Dlouhodobý výhled

Tržby (mil. CZK)



EBITDA (mil. CZK)

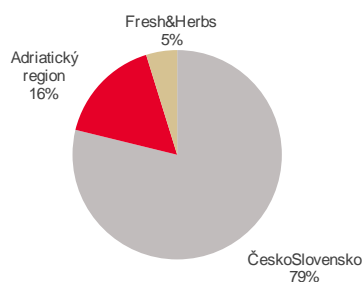


Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Kofola má tři pilíře svého podnikání. Jsou to ČeskoSlovenské operace, Adriatický region, kam jsou zařazeny Slovinsko a Chorvatsko, a Fresh&Herbs nebo Čerstvé&Voňavé, do kterých spadají salaterie UGO, čajový byznys, sirupy, šťávy a ostatní.

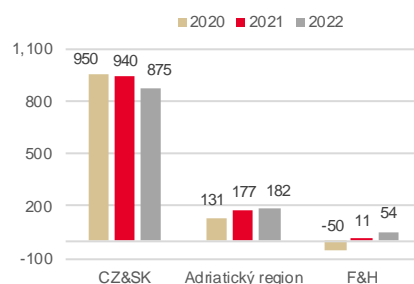
Nejdůležitější sektor Kofoly je ČeskoSlovensko. V minulém roce tvořil 79 % EBITDA za celou skupinu Kofola. Adriatický segment 16 % a zbytek 5 % připadal na Čerstvé&Voňavé. Vývoj v posledních letech byl negativně poznamenán nejdříve pandemickou krizí a následně tíživou energetickou situací.

EBITDA skupiny Kofola (2022)



Zdroj: Kofola

EBITDA dle segmentů (mil. CZK)



Zdroj: Kofola

Cílem vedení Kofoly je dosáhnout v tomto roce zisku EBITDA 1,10 až 1,25 mld. CZK. To v meziročním srovnání odpovídá růstu o +5,8 % (střed). Tržby budou ovlivněny zdražením nápojů Kofoly. Ale na druhou stranu pravděpodobně dojde vzhledem k poklesu reálné kupní síly ke snížení poptávky. V prvním kvartálu indikuje Kofola růst celkových tržeb o +13 % y/y, i když došlo k poklesu prodaných objemů o 8 % y/y. Naše odhady EBITDA jsou blíže hornímu konci projekce Kofoly. Očekáváme, že Kofola dosáhne v letošním roce EBITDA 1,217 mld. CZK (+9,6 % y/y) při růstu tržeb o +11,7 % y/y na 8,796 mld CZK.

Konsolidační balíček vlády premiéra P. Fialy předpokládá mimo jiné zvýšení DPH na nápoje. Sazba daně z přidané hodnoty by se měla zvýšit z současných 15 % na 21 %. To s největší pravděpodobností povede ke zdražení koncovým spotřebitelům. Negativním způsobem by to mohlo ovlivnit poptávku a objem prodaných výrobků. Předpokládáme, že vládní koalice si svou silou většiny konsolidační balíček schválí a změna začne platit od příštího roku.

Ve sledovaném období (2023 – 2027) odhadujeme, že celkové tržby porostou v průměru o +5,7 % ročně (CAGR). Nejdůležitějšími trhy Kofoly budou i nadále Česko a Slovensko. Dohromady by měly generovat téměř 80 % celkových výnosů.

Podnikání Kofoly je přirozeně ovlivněno sezónností. Nejsilnější jsou druhé a třetí čtvrtletí, kdy je příznivější (teplejší) počasí a kdy roste cestovní ruch, realizují se dovolené a roste spotřeba zákazníků v restauračních zařízeních. Třetí kvartál je nejsilnější a v posledních letech tvořil v průměru přes 30 % celkových celoročních výnosů. Druhé čtvrtletí přispívá kolem 28 %.

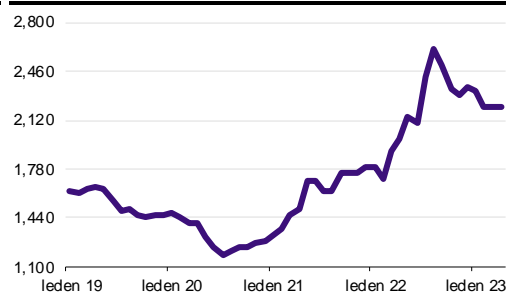
Naopak zdaleka nejslabší je první kvartál a čtvrtý kvartál. Poslední čtvrtletí roku se v průměru podílí na celkových tržbách kolem 23 % tržeb, u prvního kvartálu to je cca 19 %.

Mezi hlavní položky nákladů na materiál se řadí obalové materiály (PET), sladidla a např. koncentráty. PET v 2022 představovaly 57,8 % materiálových nákladů, sladidla 23,8 % a koncentráty 18,4 %. Z grafů níže je vidět, že ceny obalů klesají zhruba od poloviny minulého roku. A jsou podstatně příjemnější, že náklady na cukr. Zatímco náklady na obaly ze svých maxim ustoupily, cena cukrů je nadále výzvou. Podobně jako obaly lze hodnotit také náklady na energie, které Kofola kupuje na spotovém trhu. Po energetické krizi, která vrcholila v loňském roce, došlo v závěru roku 2022 k podstatnému snížení ceny. To byl také jeden z důvodů proč se Kofole podařilo splnit celoroční cíl.

Ceny cukru (USD/t)



Polyesterová pryskyřice (USD/t)



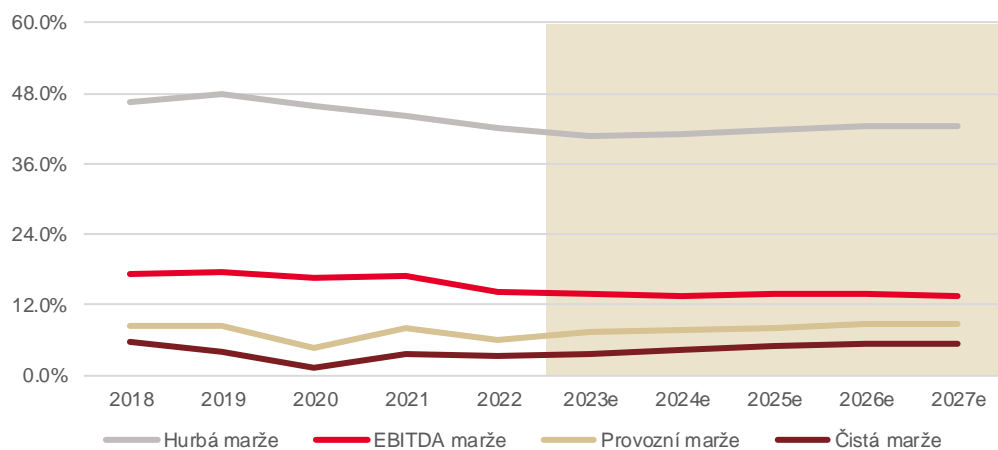
Source: Bloomberg

Kofola se snaží o striktní kontrolu provozních nákladů. Očekáváme, že letos vzrostou náklady na prodej, marketing a distribuci o +4,1 % a ve sledovaném období porostou průměrně (CAGR 2023-2027) o +5,2 %. Podobným tempem (+4,5 % y/y) odhadujeme i růst administrativních nákladů. Celkový růst provozních nákladů do roku 2027 pak odhadujeme na +5,1 %.

Kofola letos plánuje dosáhnout EBITDA 1,10 až 1,25 mld. CZK při růstu tržeb o +12 %. Náš odhad je EBITDA ve výši 1,217 mld. CZK tedy prakticky horní okraj celoročního cíle Kofoly. Růst tržeb odhadujeme na +11,7 %, což je v souladu s projekcí vedení společnosti.

Ve sledovaném období by EBITDA měla dosáhnout 1,47 mld. CZK. To odpovídá průměrnému ročnímu tempu +5,7 %.

Srovnání marží (%)



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V roce 2020 klesla marže společnosti vzhledem k restriktivním opatřením zavedeným kvůli pandemii koronaviru. To mělo drtivý dopad na segment HoReCa (restaurační sektor), kdy se podstatně snížila poptávka. To je důvod, proč se marže EBITDA v tomto roce (2020) snížila o asi jeden procentní bod na 16,7 %. Následně, s rozvolňováním restrikcí, mírně vzrostla, aby v roce minulém (2022) dostala další ránu. Tentokrát v podobě vysoké inflace vstupních materiálů a energií. V roce 2022 byla EBITDA marže 14,1 %. V dalších letech odhadujeme, EBITDA marži kolem 14 %.

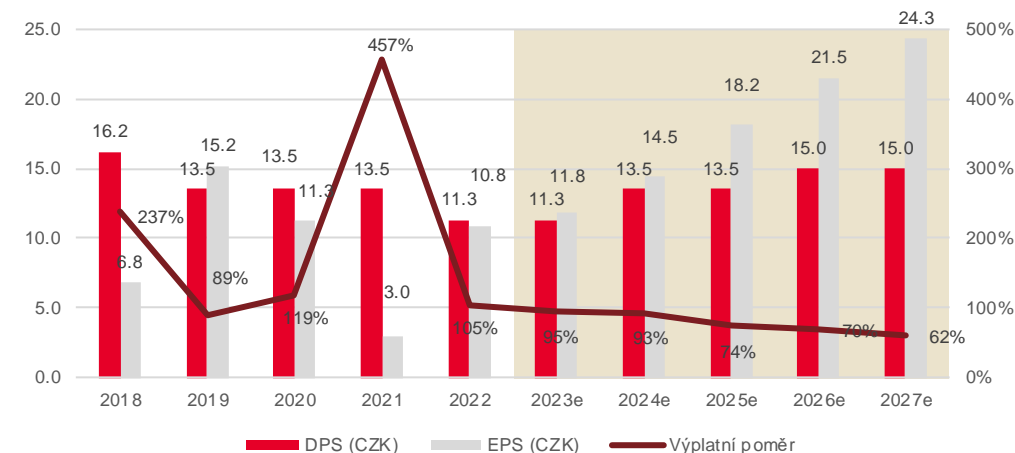
Dividendová politika

Jako dividendy by Kofola chtěla ročně vyplácet objem ve výši 300 mil. CZK. To odpovídá 13,50 CZK na jednu akcii. Takovou dividendu Kofola skutečně vyplatila v letech 2019-2021. Vloni došlo k distribuci 11,30 CZK. Pokles byl dán turbulentním rokem, který byl podstatně ovlivněn koronakrizí.

Podobnou výplatu 11,30 CZK indikovala Kofola i letos. Po koronavirových letech přišla pro změnu krize energetická. To je pravděpodobně důvod očekávané výplaty, která je nižší než dividendová politika společnosti. Akcionáři by o dividendě měli rozhodovat stejně jako v minulých letech na podzim, kdy má Kofola lepší vizibilitu ročních výsledků.

V následujících letech očekáváme, že se Kofola vrátí k výplatě 13,50 CZK na akcii. Výplatní poměr by tak mohl klesnout k 60 %. To je podstatně nižší úroveň ve srovnání se zmíněnými roky 2019-2021. Na základě naší cílové ceny (viz níže) by projektovaná dividendu představovala zhruba 3,6 % dividendový výnos.

Dividendová politika



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

Dividenda by měla sledovaném období vzrůst.

Podle našich projekcí ale Kofola bude moci akcionářům vyplácet vyšší podíl na zisku. Očekáváme ve sledovaném období **výrazný prostor pro nárůst dividendy**, tak jak poroste zisk na akcii (EPS) a zároveň bude klesat zadlužení (viz níže). Podle našich odhadů by mohla dividendu narůst na 15 CZK/akcii.

Ale na druhou stranu vidíme pro výplatu dividendy také rizika, která by ji mohla ovlivnit. Jedním z nich by to mohly být případné akvizice. V tisku se v posledních týdnech spekovalo o zájmu koupit skupinu Pivovary CZ Goup. To by mohlo schopnost vyplácet dividendu ovlivnit. Výplatu dividendy by mohla také ovlivnit tržní situace (viz schvalování dividendy na konci roku), nebo vysoké zadlužení.

Zadlužení společnosti

Zadlužení Kofoly měřené poměrem čistý dluh / EBITDA vystřelilo v roce 2020 (viz graf dále). Bylo to dáno akvizicemi společností Ondrášovka a Karlovarská Korunní. Na konci minulého roku bylo zadlužení těsně pod úrovní 3,0x. Takovou míru zadlužení považujeme za komfortní.

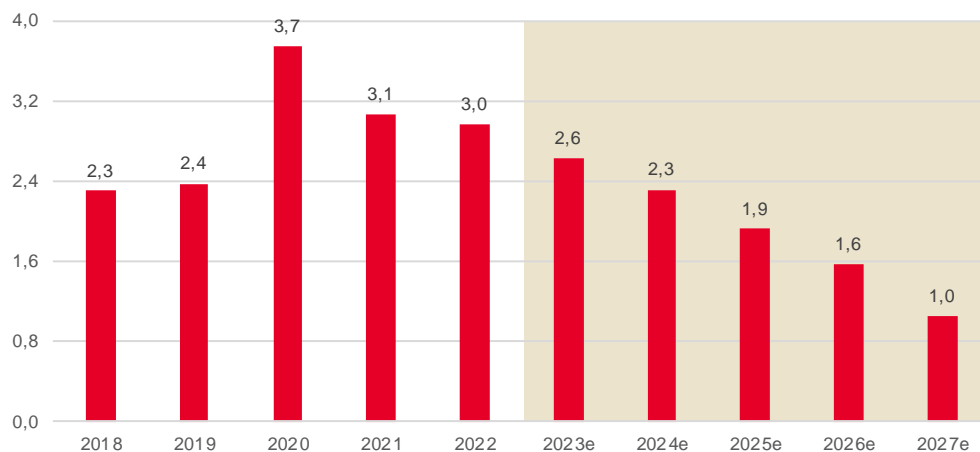
Připomínáme, že bankovní kovenanty zadlužení jsou stanoveny na 3,5x.

Zadlužení by mělo klesnout až na úroveň 1x.

Podle našich projekcí by zadlužení mělo dále klesat pod úroveň 2,0x. Takové zadlužení by samozřejmě upevnilo schopnost a pomohlo vyplácet dividendu.

Z grafu níže je vidět, že i když vzrostlo zadlužení nad očekávání, dokázala ho Kofola rychle snížit a dostat na odpovídající úroveň. Zároveň i za takového zadlužení dokázala Kofola, že neztratila schopnost vyplácet dividendu a nemělo to vliv na distribuci akcionářům (viz grafy výše a dále).

Zadlužení: Čistý dluh / EBITDA



Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Výhled na M&A aktivity

Akviziční růst je mimo organický určitě další z možností, jak dále společnost rozvíjet.

Mezi potenciální akviziční cíle by mohly patřit operace, které by dále rozšířily stávající hlavní byznys nealkoholických nápojů. Další z oblastí, kde by se mohly rekrutovat případné akvizice, by mohl být ze sektoru Čerstvé&Voňavé (např. lokální zdroje, zdravé ingredience). Předpokládáme, že by veškeré případné akvizice byly dle filozofie udržitelnosti, kterou Kofola prosazuje.

V tisku se v poslední době objevily informace o zájmu Kofoly koupit majoritní podíl ve skupině Pivovary CZ Goup. Z pivovarnického segmentu by to byla první taková transakce. Nepředpokládáme ale, že by Kofola dále rozvíjela sektor alkoholických nápojů o např. tvrdý alkohol nebo víno. Předpokládáme, že případné akvizice by měly doplnit stávající portfolio produktů.

Ne všechny M&A transakce by měly nutně za následek podstatné zvýšení zadlužení. Kofola by dále chtěla držet svou zadluženost pod 3,0x (čistý dluh / EBITDA) a v případě jakékoli akvizice by nemělo zadlužení vzrůst nad 3,5x. Kofola by mohla financovat větší akvizice vydáním nových akcií, pomocí Joint Venture nebo s finančním partnerem.

Sektorové srovnání

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

Kofola se obchoduje s významnou slevou vůči zahraniční konkurenci.

V tabulce níže jsou vybrané ukazatele, které použijeme při srovnání Kofoly a sektoru podobných společností. U násobku P/E se Kofola obchoduje s výrazně nižší prémie vzhledem k čistému zisku proti mediánu srovnatelných společností. Nicméně sleva je ještě vyšší v případě multiplikátorů EBITDA nebo tržeb (EV/EBITDA, EV/Sales a P/S). Na druhou stranu Kofola nabízí nadprůměrný 4,6 % dividendový výnos v porovnání se sektorem.

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

Kofola vs. srovnatelné společnosti

	P / E			EV/EBITDA			EV/Sales			P/S			ROE	Divi. %
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	akt.	akt.
Kofola ČeskoSlovensko AS	21.6	17.2	14.5	8.4	7.9	7.2	1.2	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7	23.6	4.6
Coca-Cola Co/The	23.1	21.4	20.0	19.9	18.7	17.5	6.5	6.1	5.8	5.8	5.5	5.2	39.4	3.1
PepsiCo Inc	25.1	23.1	21.5	17.6	16.4	15.4	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5	37.3	2.8
Monster Beverage Corp	37.5	32.2	28.3	26.7	23.1	20.6	8.0	7.3	6.6	8.5	7.6	6.9	18.2	n/a
AG Barr PLC	16.6	15.3	13.7	9.1	8.4	7.6	1.3	1.3	1.2	1.5	1.4	1.4	13.2	2.6
Keurig Dr Pepper Inc	17.6	16.4	15.2	13.3	12.6	12.0	3.9	3.7	3.6	3.0	2.9	2.7	5.2	2.5
Fevertree Drinks PLC	74.1	47.1	35.8	41.9	28.0	22.3	4.1	3.7	3.3	4.3	3.9	3.5	9.6	1.1
MEDIAN	24.1	22.3	20.7	18.8	17.5	16.4	4.0	3.7	3.5	3.6	3.4	3.1	15.7	2.6
S&P 500 Soft Drinks & Non-alco	24.3	22.5	20.9	18.4	17.0	16.0	n/a	n/a	n/a	3.8	3.6	3.5	32.6	n/a
Kofola vs median	-10.4%	-23.0%	-29.9%	-55.5%	-55.1%	-56.4%	-71.0%	-71.2%	-71.6%	-78.1%	-77.5%	-77.0%	50.4%	79.6%
Kofola vs S&P 500 Soft Drinks	-11.1%	-23.7%	-30.5%	-54.6%	-53.8%	-55.2%	n/a	n/a	n/a	-79.3%	-79.3%	-79.3%	-27.6%	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. Relativní srovnání proto považujeme pouze za doplňkovou metodu ocenění.

Ocenění

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF.

Naše nová cílová cena je 313 CZK.

K ocenění hodnoty akcií společnosti Kofola jsme dospěli pomocí dvoustupňového modelu diskontovaného volného cash flow (DCF) s pětiletým explicitním obdobím. Volný cash flow je diskontován pomocí vážených nákladů na kapitál (WACC) v rozmezí 8,2-9,1 % pro sledované období (2023-2027) a 9,1 % pro perpetuitu při dlouhodobém růstu na úrovni 2 %. Na základě DCF metody s níže uvedenými diskontními faktory odhadujeme **fair value akcií společnosti na 313 CZK za jednu akcii.**

Parametry ocenění akcií společnosti Kofola

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Vážené náklady kapitálu	8.2%	7.9%	7.9%	8.2%	9.1%
Náklady na vlastní kapitál	12.3%	11.8%	11.5%	11.5%	11.5%
Beta	0.887	0.887	0.887	0.887	0.887
Bezriziková úroková míra	4.4%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%
Akciová riziková přírážka	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Riziková prémie země	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
Náklady na dluh	6.4%	5.9%	5.5%	5.4%	5.3%
Diskontované FCFF (mil. CZK)					
EBITDA	1,217	1,253	1,332	1,411	1,468
Zaplacené daně	-164	-202	-220	-265	-279
Změna pracovního kapitálu	287	73	80	89	98
Kapitálové výdaje	-440	-443	-467	-491	-538
FCFF	900	680	726	744	750
Diskontovaný FCFF	832	583	576	546	504
Současná hodnota FCFF do roku 2027e	3,041				
Dlouhodobá míra růstu	2.0%				
Současná hodnota FCFF po roce 2027e	7,226				
Čistý dluh	3,295				
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	6,971				
Fair value na akcii (CZK)	313				

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	8,3 % / 9,1 % *	+50 bb	+100 bb
1,0%	313	339	339	313	270
1,5%	290	313	313	290	252
2,0%	290	313	313	290	252
2,5%	313	339	339	313	270
3,0%	369	405	405	369	313

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 totiž distribuční kanály a snižují poptávku po produktech skupiny.
- **Změna preferencí spotřebitelů:** Preference spotřebitelů se v čase vyvíjejí, a je proto nezbytné, aby společnost sledovala aktuální trendy a směry v této oblasti. Například 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. přeplacení cílové společnosti.
- **Vývoj měnových kurzů:** Množství surovin (hlavně cukr), které skupina používá k výrobě, je nakupováno v eurech či v lokálních měnách s oceněním vycházejícím z EUR. Vzhledem k tomu, že část zemí, ve kterých skupina operuje, se nachází mimo eurozónu, je určitý podíl výnosů skupiny generován v místních měnách, 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	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Tržby	6 171	6 636	7 875	8 796	9 235	9 721	10 224	10 755
Náklady na prodej	-3 350	-3 710	-4 564	-5 203	-5 453	-5 673	-5 902	-6 182
Hrubý zisk	2 822	2 926	3 311	3 593	3 782	4 048	4 322	4 573
Provozní náklady	-2 529	-2 391	-2 829	-2 938	-3 082	-3 254	-3 440	-3 629
Provozní zisk	293	535	483	655	700	793	881	944
EBITDA očištěná	1 030	1 128	1 110	1 217	1 253	1 332	1 411	1 468
Finanční výsledek, čistý	-101	-170	-83	-166	-84	-66	-60	-68
Zisk před zdaněním	192	365	400	489	615	727	822	876
Daň z příjmu	-126	-125	-136	-166	-209	-247	-279	-298
Zisk po zdanění	66	240	264	323	406	480	542	578

ROZVAHA								
Celková aktiva	7 537	7 236	7 503	7 749	8 032	8 400	8 803	9 584
Dlouhodobá aktiva	5 684	5 306	5 089	5 008	4 881	4 802	4 749	4 750
Budovy, stroje a zařízení	3 449	3 221	3 098	4 153	4 043	3 970	3 932	3 945
Ostatní	2 235	2 085	1 990	854	838	831	818	805
Oběžná aktiva	1 854	1 929	2 415	2 741	3 151	3 598	4 054	4 834
Zásoby	519	641	766	843	854	866	875	884
Pohledávky z obchodního styku	783	867	998	1 084	1 107	1 132	1 155	1 179
Peněžní prostředky a ekvivalenty	544	392	626	790	1 167	1 579	2 001	2 750
Ostatní	7	30	24	23	23	22	22	21
Vlastní kapitál	1 307	1 297	1 288	1 358	1 463	1 642	1 850	2 429
Dlouhodobé závazky	3 993	3 436	3 664	3 732	3 801	3 872	3 944	4 017
Krátkodobé závazky	2 237	2 503	2 552	2 659	2 767	2 886	3 009	3 138

VÝKAZ CASH FLOW								
Zisk před zdaněním	192	365	400	489	615	727	822	876
Odpisy	632	618	586	563	554	539	529	524
Ostatní nepeněžní operace	152	168	80	182	90	77	68	77
Placené daně	-131	-149	-98	-164	-202	-220	-265	-279
Změna pracovního kapitálu	-60	140	-45	287	73	80	89	98
Cash flow z provozní aktivity	785	1 142	923	1 356	1 130	1 203	1 243	1 297
Cash flow z investiční aktivity	-1 349	-231	-382	-440	-443	-467	-491	-538
Placené dividendy	-275	-288	-253	-252	-301	-301	-334	-334
Cash flow z finanční aktivity	325	-1 052	-1 052	-753	-309	-325	-330	-11
Změna hotovosti	-231	-152	235	164	377	412	422	749

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje Kofoly

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
ZISKOVOST								
ROE (%)	4,6	18,0	19,8	23,6	27,9	30,0	30,3	26,5
ROA (%)	0,9	3,3	3,6	4,2	5,1	5,8	6,3	6,3
ROIC (%)	1,2	4,4	5,1	6,1	7,4	8,4	9,1	9,0
MARŽE								
Hrubá marže (%)	45,7	44,1	42,0	40,8	41,0	41,6	42,3	42,5
EBITDA marže (%)	16,7	17,0	14,1	13,8	13,6	13,7	13,8	13,6
Provozní marže (%)	4,7	8,1	6,1	7,4	7,6	8,2	8,6	8,8
Zisková marže (%)	1,1	3,6	3,4	3,7	4,4	4,9	5,3	5,4
DYNAMIKA RŮSTU								
Tržby (%)	-3,7	7,5	18,7	11,7	5,0	5,3	5,2	5,2
Náklady na prodej (%)	0,1	10,8	23,0	14,0	4,8	4,0	4,0	4,7
EBITDA (%)	-16,0	24,6	-7,4	13,9	3,0	6,3	5,9	4,1
EBITDA očištěná (%)	-8,0	9,5	-1,6	9,6	3,0	6,3	5,9	4,1
Čistý zisk (%)	-74	265	10	22	26	18	13	7
FINANCOVÁNÍ								
Č. dluh / EBITDA (x)	3,7	3,1	3,0	2,6	2,3	1,9	1,6	1,0
Č. dluh / vlastní kapitál (x)	2,9	2,7	2,6	2,4	2,0	1,6	1,2	0,6
Aktiva / vlastní kapitál (x)	5,8	5,6	5,8	5,7	5,5	5,1	4,8	3,9
Úrokové krytí (x)	2,4	3,1	2,0	2,7	3,4	4,8	5,2	5,5
OCENĚNÍ								
P/E (x)	79,1	26,7	23,9	21,6	17,2	14,5	12,9	12,1
Cena / Provozní cash flow (x)	6,6	5,6	6,8	5,1	6,2	5,8	5,6	5,4
Cena / Volný cash flow (x)	20,6	7,4	12,3	7,7	10,2	9,6	9,4	9,3
Price / book value (x)	3,9	4,8	4,7	5,0	4,6	4,1	3,7	2,8
EV / Výnosy (x)	1,5	1,5	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
EV / EBITDA (x)	8,8	8,8	8,6	8,4	7,9	7,2	6,5	5,8
ÚDAJE NA AKCII (CZK)								
EPS	3,0	10,8	11,8	14,5	18,2	21,5	24,3	25,9
Provozní cash flow	35,2	51,2	41,4	60,8	50,7	54,0	55,8	58,2
Vlastní kapitál	60,0	60,0	59,8	62,9	67,7	75,7	85,0	111,0
Hrubá dividenda	13,5	13,5	11,3	11,3	13,5	13,5	15,0	15,0
Dividendový výnos, brutto (%)	5,8	4,7	4,0	4,7	4,3	4,3	4,8	4,8

Zdroj: Kofola, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

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

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

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

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

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku 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>

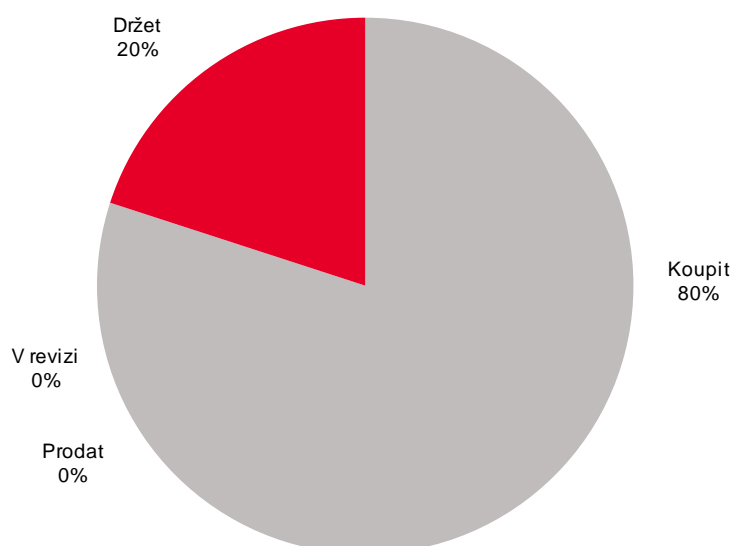
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

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 odraželo vývoj společnosti nebo sektoru.

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

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

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

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

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

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

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

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	ČEZ	Colt CZ Group SE	Kofola	MONETA Money Bank	Philip Morris ČR	Avast	O2 CR
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů							
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	držet	konec	konec
Cílová cena	CZK 1 393	CZK 652	CZK 313	CZK 104,6	CZK 18349	pokrývání	pokrývání
Datum	07.06.2022	16.12.2022	29.05.2023	05.09.2022	03.03.2023	07.09.2022	25.02.2022
Cena v den publikace	CZK 1 154	CZK 559	CZK 244	CZK 73,2	CZK 17200	CZK 205,1	CZK 270
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců		
Autor	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota	B. Trampota		
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)							
Doporučení	v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	v revizi	CZK 645	CZK 381	CZK 109,7	CZK 18183	GBp 600	CZK 362
Datum	10.05.2022	17.01.2022	12.05.2022	31.08.2021	11.02.2022	11.02.2021	26.03.2021
Doporučení	koupit	v revizi	v revizi	v revizi	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 905	v revizi	v revizi	v revizi	CZK 16512	GBp 466	CZK 293
Datum	10.12.2021	31.03.2021	15.02.2022	07.05.2021	20.11.2020	30.08.2019	08.01.2020
Doporučení	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	v revizi	koupit
Cílová cena	CZK 621	CZK 357	CZK 367	CZK 97	CZK 18308	v revizi	CZK 298
Datum	23.07.2020	27.11.2020	12.01.2021	29.10.2019	03.12.2018	14.08.2019	12.12.2018
Doporučení	koupit		v revizi	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	CZK 717		v revizi	CZK 97	CZK 17546	GBp 342	CZK 270
Datum	10.06.2019		26.11.2020	07.03.2019	22.08.2017	15.06.2018	18.08.2017
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DDM	DFCF	DFCF DDM
Četnost doporučení	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně	1x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
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
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.						
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

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

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka