

# Analýzy a doporučení

## Kofola ČeskoSlovensko

**Doporučení: Koupit**  
**Cílová cena: 486 Kč**

### Kofola ČeskoSlovensko

#### Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	486 Kč
Datum vydání:	6. 3. 2017

#### Základní informace

Odvětví:	výroba nealkoholických nápojů
Tržní kapitalizace:	8,74 mld. Kč
Závěrečná cena k 3. 3. 2017:	392,10 Kč
Roční maximum:	463,70 Kč
Roční minimum:	360 Kč
Zařazeno v indexu:	PX
Podíl v indexu PX:	0,67 %

#### Struktura akcionářů

KSM Investment S.A.	50,78%
CED Group S.a.r.l.	37,28%
René Musila	2,61%
Tomáš Jendřejek	2,61%
Ostatní	6,72%

Graf č.1: Roční vývoj ceny akcie Kofoly



V naší úvodní analýze na akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko stanovujeme 12měsíční **cílovou cenu 486 Kč s investičním doporučením „koupit“**. Akcie Kofoly tak nabízejí vzhledem k cílové ceně cca 24% růstový potenciál. Společnost by podle našich odhadů měla v budoucích letech profitovat zejména **z akvizic producentů minerálních vod, slovinské Radensky a chorvatského Studenacu**. Postupné odezdnávání nákladů na budování prodejního týmu a nákladů na marketing, letošní začlenění Studenacu do konsolidačního celku a následně očekávané synergické efekty plynoucí ze spolupráce Radensky a Studenacu budou podle našeho názoru tvořit hlavní předpoklady pro budoucí rostoucí hospodaření v Adriatickém regionu. **Dřívější rozvojové náklady do přímé distribuce v tuzemském segmentu HoReCa a do rozšíření sítě UGO barů** by se měly podle našeho názoru **pozitivně projevat do tržeb** a s postupným letošním předpokládaným odezdnáváním těchto nákladů **i do marží a zisků**. Domníváme se, že výhled hospodaření Kofoly bude navíc podpořen očekávanou **liberalizací evropského trhu s cukrem**, jenž je naplánována na říjen 2017 a měla by podle našeho názoru vytvářet tlaky na pokles cen cukru. V letošním roce bude ještě provozní ziskovost Kofoly tlumena vyššími náklady na cukr, nicméně uvolnění trhu s cukrem by mělo společně s výše zmíněnými pozitivními faktory podporovat ziskovost ve střednědobém horizontu, když **celkový EBITDA zisk za rok 2018 predikujeme meziročně vyšší o cca 7 % na úrovni 1135 mil. Kč a v dalších letech by pak mohl směřovat k hranici 1200 mil. Kč**. Očekáváme, že Kofola naváže na loňskou výplatu dividendy ve výši 7 Kč na akcii a i nadále tak bude realizovat, s ohledem na silnou rozvahu, schopnost generovat volné cash flow a dobrou likvidní pozici, **dividendovou politiku s výhledem výplaty dividend v rozmezí 8 – 10 Kč na akcii**, což indikuje 2 – 2,5% dividendový výnos. V letošním roce konzervativně očekáváme meziročně stejnou dividendu, tedy 7 Kč na akcii.

#### Představení společnosti

Společnost Kofola ČeskoSlovensko (dále jen Kofola) je významným výrobcem a distributorem nealkoholických nápojů s působností ve střední a jihovýchodní Evropě. Konkrétně, společnost realizuje svoji podnikatelskou činnost na českém a slovenském trhu, v Polsku a rovněž ve Slovinsku a Chorvatsku. Kofola provozuje celkem sedm výrobních závodů, dva jsou situovány v České republice, dva v Polsku, jeden na Slovensku a po jednom ve Slovinsku a Chorvatsku. Celkový počet zaměstnanců se pohybuje kolem dvou tisíc.

V portfoliu společnosti se nachází zhruba 35 značek. Klíčovou značkou je kolový nápoj Kofola, který tvoří zhruba 24 % celkových tržeb společnosti. Mezi další stěžejní značky patří např. minerální vody Rajec a Radenska, sycené nápoje Vinea a Hoop cola, sirupy Jupí a Paola. Důležitými produkty jsou rovněž např. dětské nápoje Jupík, energetické nápoje Semtex či v posledním období rostoucí ovocné a zeleninové šťávy UGO.

**Tabulka č.1: Základní ukazatele (mil. Kč)**

rok	2014	2015	9M 2016
Tržby	6275	7191	5426
EBITDA	915	1103	851
Čistý zisk	290	374	329

zdroj: Kofola

**Tabulka č.2: Tržby v jednotlivých zemích (v mil. Kč)**

rok	2014	2015	9M 2016
Česká republika	2264	2639	2113
<i>podíl na celku</i>	36%	36%	39%
Slovensko	1403	1580	1211
<i>podíl na celku</i>	22%	23%	22%
Polsko	2555	2309	1387
<i>podíl na celku</i>	41%	32%	26%
Slovinsko	-	524	539
<i>podíl na celku</i>	-	7%	10%
Export	53	138	176
<i>podíl na celku</i>	1%	2%	3%

zdroj: Kofola

Pozn.: export směřuje zejména do Chorvatska; Slovinsko a export tvoří Adriatický region

**Tabulka č.3: Tržby podle produktových segmentů (v mil. Kč)**

rok	2014	2015	9M 2016
Sycené nápoje	3484	3514	2498
<i>podíl na celku</i>	56%	49%	46%
Vody	1284	1855	1533
<i>podíl na celku</i>	20%	26%	28%
Sirupy	952	871	551
<i>podíl na celku</i>	15%	12%	10%
Nesyčené nápoje	254	560	420
<i>podíl na celku</i>	4%	8%	8%
Ostatní	302	392	424
<i>podíl na celku</i>	5%	5%	8%

zdroj: Kofola

Vedle vlastních značek Kofola licenčně vyrábí a distribuuje pro česko-slovenský trh nápoje jako RC Cola a Orangina. Začátkem roku 2013 se Kofola stala výhradním distributorem minerálních vod Evian a Badoit pro československý trh, od poloviny roku 2013 pak pro tuzemský trh distribuuje minerální vody Vincentka. Mezi významnější kontrakty patří zahájení spolupráce s výrobcem džusů a sirupů Rauch, na základě které Kofola od začátku roku 2015 exkluzivně distribuuje a částečně i licenčně vyrábí produkty Rauch pro český a slovenský trh. Ve Slovinsku a Chorvatsku společnost licenčně vyrábí a distribuuje produkty firmy Pepsi.

### Dva základní prodejní kanály: retail a HoReCa

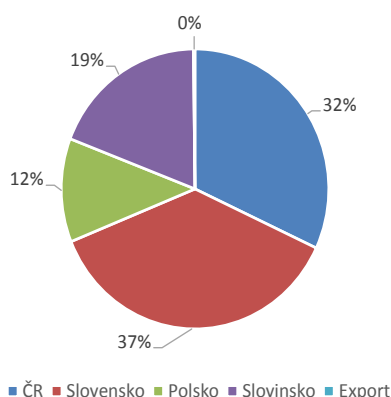
Trh s nealkoholickými nápoji je tvořen dvěma základními segmenty. Jedná se o segment maloobchodu (nebo-li tzv. retail a je tvořen hlavně maloobchodními řetězci) a segment restaurací a hotelů (nebo-li segment gastronomie, ve zkratce zvaný také jako HoReCa). Třetím, nicméně menším prodejním kanálem je tzv. segment impuls, který je tvořen zejména benzínovými pumpami. Vyjma polského trhu, kde společnost působí pouze v maloobchodním segmentu, se Kofola realizuje v obou hlavních prodejních kanálech. Segment restaurací a hotelů je profitabilnější, jsou v něm realizovány větší ziskové marže. Z pohledu celkových tržeb je však větším segmentem maloobchod, když na českém trhu, resp. slovenském trhu v něm Kofola realizuje zhruba 70 %, resp. 63 % svých tržeb. Zbylých cca 30 %, resp. 37 % pak připadá na gastro segment. Ve Slovinsku převažuje výrazněji maloobchod s cca 80% podílem na celkových slovinských tržbách.

### Postavení Kofoly na trhu s nealkoholickými nápoji

Kofola je společnost, která má poměrně významné postavení na trhu. Jedničkou trhu je na Slovensku, a to jak v segmentu HoReCa s cca 36% tržním podílem (dvojkou je se zhruba 32% podílem společnost Coca-Cola, ostatní konkurenti jako např. Pepsi již výrazněji ztrácejí s tržními podíly do 10 %), tak v segmentu maloobchodu, kde opanuje zhruba 19 % trhu (dvojka trhu Coca-Cola má cca 14% podíl). Na českém trhu je Kofola celkově dvojkou za Coca-Colou. Konkrétně v HoReCa jí patří cca 24 % trhu (Coca-Cole zhruba 44 %, zbylé větší společnosti jako Pepsi nebo Karlovarské minerální vody (KMV) již s cca 10% tržními podíly ztrácejí). V tuzemském maloobchodním segmentu je situace vyrovnanější, všichni velcí hráči jako Coca-Cola, Kofola a KMV drží každý cca 13 – 14 % trhu.

Česko-slovenský trh je pro Kofolu z hlediska výkonnosti nejvýznamnější a lze ho označit za trh jádrový. Za 9M 2016 na něm společnost realizovala 61 % celkových výnosů a 69 % celkového provozního zisku EBITDA. Samotný český trh se podílí 39 % na celkových výnosech, podíl EBITDA pak činí 32 %. Na Slovensku Kofola realizuje 22 % veškerých tržeb a 37 % celkové EBITDA.

Polsko je z hlediska tržeb po ČR druhou nejvýznamnější zemí s 26% podílem. Provozní ziskovost je však nižší, když Kofola v Polsku tvoří 12 % své celkové EBITDA. Na velkém a silně konkurenčním polském trhu drží Kofola tržní podíl pod 4 %. Významnějším hráčem je spíše v jednotlivých produktových segmentech. Konkrétně, Kofola je v Polsku dvojkou na trhu sirupů (sirupy Paola) a trojkou na trhu kolových nápojů (Hoop cola).

**Graf č.2: EBITDA v jednotlivých zemích (za 9M 2016)**


zdroj: Kofola

**Tabulka č.4: Hospodaření za 9M 2016**

mil. Kč	9M 2016	odhady Fio	9M 2015	y/y
Tržby	5426	5494	5560	-2,4%
EBITDA	851	852	989	-13,9%
EBIT	462	466	609	-24,1%
Čistý zisk	329	325	457	-27,9%
Zisk na akcii (Kč)	14,9	14,6	20,6	-27,7%

zdroj: Kofola

### V Polsku očekáváme za rok 2016 zhruba 60% pokles provozní ziskovosti

S akvizicí slovinského producenta minerálních vod Radenska, jenž byla realizována začátkem roku 2015, nabírá na důležitosti tzv. Adriatický region (tzn. Balkán – zejména Slovinsko a Chorvatsko). Kvůli své menší velikosti se sice tento region v loňském roce podílel na celkových tržbách Kofoly pouze cca z 13 %, nicméně z hlediska ziskovosti již předčil polský trh, když jeho podíl na celkové EBITDA se loni pohyboval kolem 19 %. Na slovinském trhu se totiž Kofole daří realizovat vysoké provozní ziskové marže blízko 30 %. Radenska je ve Slovinsku zavedenou značkou a je jedničkou trhu v kategorii minerální vod. Akvizicí Radenské tak Kofola získala na slovinském trhu výsadní postavení, celkově je tamní jedničkou na trhu nealkoholických nápojů.

Produktové portfolio společnosti je rozděleno do pěti segmentů. Největší cca 46% podíl na celkových tržbách mají syčené nápoje, kde zásadní váhu má klíčová značka Kofola. Následuje segment vod se zhruba 28% podílem na tržbách, pak kategorie nesycených nápojů (10% podíl, sem se řadí např. výše zmíněné dětské nápoje Jupík, džusy Rauch či UGO šťávy), sirupy (8 %) a segment ostatní (8 %), kam se řadí zejména UGO bary s čerstvou šťávou a salaterí a energetické nápoje Semtex.

### Očekávané výsledky za rok 2016

#### Problémové Polsko

Za loňský rok očekáváme meziročně slabší výsledky hospodaření. Tržby i ziskovost za rok 2016 by měly být taženy dolů zejména nižší výkonností na polském trhu. Po relativně silném roce 2015, kdy Kofola v Polsku vykázala téměř 17% růst provozního zisku EBITDA, přišly loni výraznější poklesy hospodaření. Silné konkurenční a cenové tlaky vyústily v pokles prodeje zejména privátních značek vyráběných přímo pro maloobchodní řetězce. Vedle toho se nepříznivě vyvíjel i prodej vlastních značek. Za prvních devět měsíců roku 2016 tak Kofole v Polsku meziročně klesly tržby o 26 % na 1387 mil. Kč a EBITDA o 57 % y/y na 102 mil. Kč. Již tak relativně nízká EBITDA marže kolem 10 % realizovaná na polském trhu v roce 2015 tak poklesla k úrovni 7,4 %.

Management Kofoly na nepříznivě se vyvíjející situaci v Polsku reagoval reorganizací výroby. Ke konci loňského září Kofola uzavřela polský závod v Bielsku Podlaskim a výrobu přesunula do zbylých dvou závodů v Kutně a Grodzisku Wielkopolskim. V těchto dvou závodech došlo v předchozích letech k rozšíření a modernizaci kapacit, uzavření továrny v Bielsku Podlaskim by tak dle vyjádření managementu nemělo mít negativní dopad na dodávky současným zákazníkům. Kofola tak v Polsku propustila zhruba 110 zaměstnanců a do nákladů vytvořila opravnou položku v objemu 34 mil. Kč, jenž v sobě zahrnuje i náklady na odstupné. Cílem této koncentrace produkce do dvou závodů je zlepšit konkurenceschopnost, navyšovat prodeje vlastních značek (jako např. syčených nápojů Hoop cola, Mr. Max či vod Arctic) na úkor privátních značek a postupně zlepšovat profitabilitu na polském trhu.

Snaha o reorganizaci v Polsku je však zatím na počátku, předpokládáme slabou výkonnost i ve 4Q 2016 a tak za celý rok 2016 odhadujeme

**Na českém trhu ziskovost tlačena dolů zejména vyššími náklady na rozvoj přímé distribuce v HoReCa a UGO barů**

v polském segmentu meziroční pokles tržeb o cca 24 % na 1761 mil. Kč a snížení EBITDA o zhruba 60 % na 90 mil. Kč.

**Tuzemský trh pod tlakem expanzivních nákladů**

Nevýrazně se v loňském roce vyvíjela i situace na českém trhu. Vývoj tržeb byl sice v prvních devíti měsících roku 2016 rostoucí (+7 % y/y na 2113 mil. Kč), a to hlavně díky vydařenému prvnímu pololetí, kdy rostly zejména prodeje produktů Rauch a nápojů Kofola (samotný třetí kvartál již byl z pohledu výnosů meziročně slabší, když se negativně projevovала předloňská vysoká srovnávací základna způsobená velmi příznivým letním počasím podporujícím objemy prodejů), nicméně v průběhu loňského roku na celkové výsledky hospodaření nepříznivě doléhaly expanzivní náklady spojené jak s rozvojem přímé distribuce v segmentu HoReCa, tak s rozvojem UGO barů.

Takzvanou přímou distribuci Kofola zavádí na tuzemském trhu od počátku roku 2015 a navazuje tím na Slovensko, kde již úspěšně funguje od roku 2009. V rámci přímé distribuce Kofola zásobuje gastro segment prostřednictvím vlastních dodávek a kamionů a tím tak získává užší a efektivnější kontakt se svými zákazníky. Rozvoj tzv. UGO barů je spojen s akvizicí skupiny UGO v roce 2012. Od té doby Kofola postupně investuje prostředky do rozšiřování sítě těchto barů s čerstvými šťávami a saláty. Jedná se o segment, který nejprve tvořil velmi okrajovou část celkových výnosů Kofoly, nicméně již v roce 2015 Kofola provozovala (včetně frančíz) cca 60 UGO barů s tržbami 193 mil. Kč (+72 % y/y) a za 9M 2016 počet barů narostl na 68, což znamenalo meziroční růst tržeb o dalších 60 % na 216 mil. Kč. Za celý rok 2016 už by mohly výnosy z UGO barů podle našich odhadů činit kolem 280 mil. Kč (+45 % y/y). Tyto fresh bary sice nejsou a ani nebudou jádrovým byznysem Kofoly, nicméně postupně se stávají čím dál výraznějším příjmovým kanálem a v rámci segmentu „ostatní“ se stávají důležitou součástí. Díky jejich rozvoji se podíl tržeb segmentu „ostatní“ na celkových výnosech Kofoly zvýšil ze 4,8 % v roce 2014 na cca 8 % v roce 2016.

Vyšší náklady spojené s rozvojem výše zmíněné přímé distribuce a UGO barů (a s tím související obecně vyšší náklady na marketing a podporu prodeje) byly mezi hlavními důvody meziročních poklesů EBITDA ve 2Q a 3Q 2016. Za celý loňský rok tak předpokládáme, navzdory očekávanému růstu tržeb o cca 5,6 % y/y na 2791 mil. Kč, meziročně nižší EBITDA z tuzemského trhu o zhruba 11 % na 355 mil. Kč.

**Slovensko by naopak mohlo podpořit celkové výsledky hospodaření Kofoly za rok 2016**

Na Slovensku Kofola v průběhu prvních devíti měsíců roku 2016 vykazovala ve srovnání s českým trhem stabilnější provozní ziskovost a potvrzovala tak roli jedničky na tamním trhu. Pokud na stabilním slovenském trhu, kde Kofola zejména kvůli silnému postavení v segmentu HoReCa realizuje vysokou EBITDA marži kolem 26 %, ve 4Q 2016 nenastane výraznější výkyv směrem dolů, pak predikujeme celoroční EBITDA blízko 400 mil. Kč, což by znamenalo meziroční navýšení o cca 12 – 14 %.

**Adriatický region – růstový segment v roce 2016**

Růsty tržeb a provozních zisků za rok 2016 očekáváme z Adriatického regionu, tzn. ze Slovinska doplněného Chorvatskem.



**Růst provozní ziskovosti v Adriatickém regionu o cca 40 % zřejmě nevykompenzuje poklesy v Polsku. Celková EBITDA za rok 2016 tak podle našich odhadů bude o cca 7 % nižší.**

**Tabulka č.5: Odhad výsledků za rok 2016**

rok	2014	2015	e2016
Tržby	6275	7191	7064
EBITDA	915	1103	1022
Čistý zisk	290	374	343

zdroj: Kofola, odhady Fio banky

V loňském roce Kofola v tomto regionu těžila z předloňské akvizice slovinského výrobce minerálních vod Radenska. Na rozdíl od roku 2015, kdy společnost začala konsolidovat tuto akvizici až od 2Q 2015, se výsledky Radensky promítaly do hospodaření Kofoly po celý loňský rok. Kofola začala v souvislosti s výše uvedenou akvizicí postupně budovat pro Adriatický region prodejní a marketingový tým s cílem podpořit prodeje. To se dařilo, když tržby ze slovinského trhu za 9M 2016 vzrostly o 34 % y/y na 538 mil. Kč a za celý rok 2016 jejich úroveň očekáváme kolem 688 mil. Kč, meziročně více o 31 %.

Vedle toho Kofola (prostřednictvím své dceřiné firmy Radenska) od počátku loňského roku začala licenčně vyrábět a distribuovat produkty Pepsi na chorvatském trhu (a navázala tak tím na spolupráci, která již ve Slovinsku mezi Radenskou a Pepsi funguje více než dvacet let) a dále koupila tři regionální chorvatské značky (Nara, Inka a Vočko) od chorvatské nápojářské firmy Badel 1862. To výrazněji podpořilo tržby v exportním segmentu (jenž je tvořen téměř výhradně Chorvatskem), které za 9M 2016 meziročně stouply o 56 % na 176 mil. Kč a za celý loňský rok predikujeme jejich růst o zhruba 67 % na 231 mil. Kč. Celý Adriatický region tak podle našich odhadů bude za rok 2016 realizovat tržby kolem úrovně 919 mil. Kč, meziročně vyšší o cca 39 %. To nám indikuje, že provozní zisk EBITDA by v Adriatickém regionu mohl vykázat růst o cca 43 % y/y na 171 mil. Kč.

Očekávané růsty provozní ziskovosti v Adriatickém regionu a na Slovensku podle našich odhadů nevykompenzují poklesy v ČR a především v Polsku. Kofola tak podle naší predikce vykáže za rok 2016 meziroční pokles tržeb o cca 1,8 % na hladinu 7064 mil. Kč a meziroční pokles EBITDA o 7,3 % na 1022 mil. Kč. To by se mělo projevit i do úrovně čistého zisku, který odhadujeme nižší o zhruba 8,3 % y/y na úrovni 343 mil. Kč.

## Výhled hospodaření

**Tabulka č.6: Výhled hospodaření**

mil. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby	7443	7538	7589	7575	7582
EBITDA	1060	1135	1184	1171	1180
EBIT	539	613	662	651	659
Čistý zisk	359	416	455	447	453

zdroj: odhady Fio banky

## Rok 2017 – růstový impuls v podobě chorvatské akvizice, rizikem vyšší ceny cukru

V září loňského roku Kofola získala od chorvatské společnosti Podravka 100% podíl v její nápojové divizi, ve společnosti Studenac. Tato společnost je tradičním chorvatským výrobcem minerálních vod. Do jejího portfolia patří

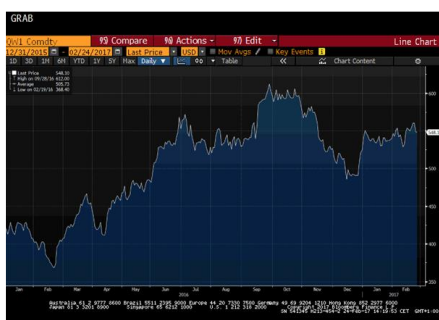
**Příspěvek Studenacu do letošních tržeb, resp. EBITDA by mohl činit 320 – 330 mil. Kč, resp. cca 50 mil. Kč**

značky vod Studenac a Studena a vedle toho rovněž sirupy Lero. Akvizice byla dokončena na konci roku 2016, a tudíž od začátku letošního roku již bude Studenac plně konsolidován do celkových výsledků Kofoly. Cena transakce nebyla zveřejněna. Podle našich odhadů by se měla pohybovat na nižší úrovni, nežli tomu bylo u akvizice slovinské Radensky. Ta byla na počátku roku 2015 pořízena za 7,2x EV/EBITDA, což znamenalo akviziční cenu očištěnou o hotovost v rozmezí 700 – 800 mil. Kč. Studenac je podle tržeb menší firmou než Radenska. Podle výroční zprávy Podravky za rok 2015 činily tržby z nepokračujících operací (tedy nápojové divize) v přepočtu cca 328 mil. Kč. Roční výnosy Radensky se v době jejího pořízení pohybovaly kolem 765 mil. Kč a její EBITDA činila cca 130 mil. Kč. Letošní EBITDA zisk Studenacu konzervativně odhadujeme kolem 50 mil. Kč. Domníváme se tak, že akviziční cena za Studenac nemusela přesáhnout 500 mil. Kč.

Akvizice společnosti Studenac bude podle našeho názoru hlavním růstovým impulsem letošního roku a díky ní předpokládáme výraznější tempa růstu hospodaření v Adriatickém regionu. Management Kofoly plánuje v letošním roce dosáhnout v Chorvatsku tržeb kolem 20 mil. EUR (v přepočtu cca 540 mil. Kč), z čehož Studenac by mohl přinést výše zmíněných 320 – 330 mil. Kč. Připočteme-li k tomu námi předpokládané výnosy ze slovinského trhu, které by se mohly blížit 700 mil. Kč, pak odhadujeme růst celkových tržeb z Adriatického regionu o cca 34 % na 1230 mil. Kč. To by se mělo pozitivně projevit do provozní ziskovosti. Příspěvek Studenacu do EBITDA očekáváme, jak uvádíme výše, kolem 50 mil. Kč. Vedle toho letos předpokládáme odeznívání nákladů na budování prodejního týmu a na marketingovou podporu vynakládaných v loňském roce. EBITDA zisk z Adriatického regionu by tak podle naší predikce mohl za rok 2017 vykázat meziroční růst o 40 % na úroveň poblíž 240 mil. Kč.

Po významnějších investicích do rozvoje přímé distribuce v tuzemském segmentu HoReCa realizovaných v letech 2015 a 2016, již letos nepředpokládáme výraznější expanzivní náklady v tomto směru a rovněž očekáváme nižší náklady na rozvoj UGO barů. To by podle našeho názoru měl být hlavní pozitivní impuls do letošních marží a provozních zisků na českém trhu. V Polsku bude zřejmě primárním cílem managementu, po loňských propadech, především zastabilizovat situaci. Konzervativně tak v letošním roce nepředpokládáme rostoucí ziskovost na polském trhu, spíše mírně klesající EBITDA nacházející se v dolní části rozmezí 80 – 90 mil. Kč, když mohou negativně působit vyšší ceny cukru.

**GRAF č.3: Vývoj ceny cukru na evropském trhu od roku 2016 (USD/t)**



zdroj: Bloomberg

Všechny výše zmíněné pozitivní růstové faktory budou zřejmě výrazněji tlumeny vyššími náklady na cukr. Tato komodita je pro Kofolu významnou nákladovou položkou, která za poslední roky v průměru tvořila zhruba 37 % materiálových nákladů, resp. cca 17 % celkových provozních nákladů. V důsledku rostoucích cen cukru na evropských trzích z průběhu roku 2016 (viz. graf č.3) Kofola indikovala, že pro letošní rok zřejmě nakontrahuje vyšší ceny cukru o 10 – 20 %. Společnost uzavírá roční kontrakty na dodávky cukru, o kterých se zpravidla vyjednává na podzim daného roku. V našich odhadech pro letošní rok počítáme alespoň s 15% růstem cen cukru, v absolutním vyjádření prognózuje náklady na cukr ve výši cca 1250 mil. Kč, což je navýšení oproti loňským námi předpokládaným 1040 mil. Kč.

**Od října 2017 dojde v EU k liberalizaci trhu s cukrem. To by mělo vytvářet tlaky na pokles jeho ceny.**

Očekávané vyšší náklady na cukr budou podle našich odhadů negativně působit zejména na československý trh, kde mají velké zastoupení produkty, ve kterých je cukr důležitou ingrediencí (jako např. sycené nápoje v čele s limonádou Kofola). Předpokládáme tak, že provozní ziskovost na českém, resp. slovenském trhu bude letos pod tlakem s EBITDA kolem 350 mil. Kč (-1,4 % y/y), resp. 390 mil. Kč (-3,9 % y/y).

V letošním roce tedy proti sobě půjdou pozitivní vlivy v podobě expanze na chorvatském trhu díky akvizici Studenacu, nižších rozvojových nákladů, resp. nákladů na budování prodejního týmu a marketing na tuzemském trhu, resp. adriatickém trhu a hlavní negativní vliv v podobě vyšších nákladů na cukr. Odhadujeme, že pozitivní faktory přeci jen mírně převáží a celková letošní EBITDA tak vykáže zhruba 3,7% meziroční růst na 1060 mil. Kč. Čistý zisk pak predikujeme kolem hladiny 359 mil. Kč, výše o 4,7 % y/y. Tržby budou profitovat zejména z chorvatské akvizice, očekáváme jejich růst o 5,4 % y/y na 7443 mil. Kč.

### **Střednědobý výhled hospodaření**

Na hospodaření ve střednědobém horizontu nahlížíme poměrně optimisticky. Pozitivní dopad do ziskovosti Kofoly si slibujeme od liberalizace trhu s cukrem v EU. Od října letošního roku totiž dojde ke zrušení kvót na výrobu cukru, minimálních cen cukrové řepy a rovněž ke zrušení limitů vývozu cukru mimo území EU. Na úrovni EU tak po 49 letech končí společná organizace trhu s cukrem, která evropským producentům cukru diktovala, kolik cukru mohou ročně vyrobit a jak mají nakládat s jeho případným přebytkem. ČR byla součástí tohoto systému od svého vstupu do EU, tedy od roku 2004. Tuzemští producenti cukru od této liberalizace trhu očekávají nárůst produkce, nové možnosti uplatnění se na zahraničních trzích a z toho vyplývající navýšení exportů. Nárůst nabídky a zostřené konkurenční prostředí bude podle našeho názoru od podzimních měsíců letošního roku vytvářet tlak na pokles cen cukru na evropském trhu s pozitivním vlivem do hospodaření Kofoly od roku 2018. Ceny cukru na evropských burzách by se tak mohly postupně vracet pod 500 USD/t. Již nyní je patrné určité uvolnění cen, když z loňských maxim kolem 600 USD/t ceny cukru poklesly o cca 10 % na aktuálních 530 – 540 USD/t. Náklady na cukr by se tak Kofole podle našich odhadů mohly od příštího roku vracet pod hladinu 1200 mil. Kč a přispívat tak k návratu EBITDA marže k 15 % poté, co v letošním roce predikujeme marži blíže 14 %.

Námi předpokládané nižší ceny cukru by měly podpořit provozní ziskovost zejména na československém trhu, kde v nejbližších dvou letech očekáváme zisk EBITDA poblíž 780 mil. Kč, o cca 5 % výše ve srovnání s predikcí na letošní rok. Pokles cen cukru by měl být příznivým impulsem i pro polský trh, kde navíc již očekáváme pozitivní efekty z restrukturalizačních snah v podobě koncentrace výroby do dvou závodů (efektivnější výroba, úspora nákladů) a přesunu objemů produkce od nízkomaržových privátních značek do profitabilnějšího značkového byznysu. Na polském trhu tak shledáváme potenciál pro postupné zlepšování provozních marží s pozitivním dopadem do EBITDA, kterou v roce 2018 očekáváme kolem 90 mil. Kč a v roce 2019, resp. 2020 pak již přes 100 mil. Kč, konkrétně cca 104 mil. Kč, resp. 114 mil. Kč. I přes výše naznačený určitý progres v hospodaření na polském trhu, stále obecně zůstáváme spíše konzervativní v našich výhledech a nepředpokládáme návrat provozních zisků k úrovním 200 mil. Kč, které

**Adriatický region bude těžit ze synergických efektů a bude získávat čím dál větší váhu na celkových výsledcích Kofoly**

Kofola realizovala v Polsku v letech 2014 a 2015.

Domníváme se, že roli polského trhu, jakožto dřívější dvojky za hlavním československým trhem co se týče provozní ziskovosti, převezme ve střednědobém horizontu Adriatický region, tzn. slovinský a chorvatský trh. Už průběh hospodaření za rok 2016 jasně naznačil, že Adriatický region je pro Kofolu ziskovější než Polsko s cca 19% podílem na celkové EBITDA za 9M 2016 oproti 12% polskému podílu (viz. graf č.2). A váha slovinského a chorvatského trhu ve výsledcích Kofoly by měla být podle našich predikcí v nejbližších letech ještě výraznější s podílem blížícím se 25 % na celkové EBITDA.

Jak uvádíme výše, akvizice Studenacu pozitivně ovlivní výsledky hospodaření již v roce 2017. S ohledem na to, že k akvizici došlo na konci roku 2016, tak v letošním roce předpokládáme, že management Kofoly se bude primárně snažit o co nejplynulejší začlenění Studenacu do konsolidačního celku, aniž by však došlo k plnému naplnění potenciálu synergických efektů. Výraznější dopady synergií vyplývající ze spolupráce slovinské Radensky a chorvatského Studenacu očekáváme v dalších letech. Pozitivní efekty budou plynout z geografické blízkosti slovinského a chorvatského trhu, měly by se projevat úspory z rozsahu plynoucí např. z jednotného prodejního a marketingového týmu, jenž byl loni a předloni budován pro celý Adriatický region. Radenské, pod níž Studenac patří, se díky akvizici ještě více otevírá chorvatský trh, když svým zákazníkům může nabídnout širší portfolio produktů, což skýtá možnosti více proniknout zejména do profitabilnějšího segmentu restaurací a hotelů (HoReCa). Větší aktivita v tomto segmentu je jedním z cílů managementu Kofoly, když tento prodejní kanál nebyl v minulých letech jak ze strany Studenacu, tak i ze strany Pepsi příliš využíván. Pozitivní efekty z akvizice očekáváme i na slovinském trhu, kde předpokládáme postupné rozšiřování nabídky právě o produkty Studenac.

Výsledky Adriatického regionu by tak podle našeho názoru měly ve střednědobém horizontu nadále posilovat, když tržby, resp. EBITDA pro roky 2018 a 2019 predikujeme k úrovním 1300 mil. Kč (+5 - 7 % oproti roku 2017), resp. 270 – 300 mil. Kč (+13 - 25 % vs. r. 2017).

Na základě výše uvedených vlivů prognózujeme, že celkové tržby budou v nejbližších letech postupně stoupat k úrovni 7600 mil. Kč, provozní zisk EBITDA k hladině 1200 mil. Kč a na úrovni čistého zisku očekáváme progres k cca 450 mil. Kč (viz. tabulka č.6).

### **Dividendová politika**

Již před vstupem na Pražskou burzu na konci roku 2015 management Kofoly naznačil záměr vyplácet dividendy. Kofola, ještě z období, kdy byla obchodována na Varšavské burze, může nabídnout historii dividend, které se v letech 2009 – 2015 pohybovaly v rozmezí 0,14 – 0,96 PLN na akcii (po přepočtu cca 0,90 – 6 Kč na akcii). Při vstupu na český kapitálový trh management indikoval dividendový výplatní poměr kolem 30 % čistého zisku. Realita byla nakonec o něco příznivější, když Kofola v prosinci loňského roku vyplatila 7 Kč na akcii (celkem 156 mil. Kč), což ve vztahu k čistému zisku za rok 2015 znamenalo 42% dividendový výplatní poměr a vzhledem k ceně akcie zhruba 1,8% dividendový výnos.



**Tabulka.č.7: Výhled dividend (Kč/akcie)**

2017	2018	2019	2020	2021
7	8	9	9	10

zdroj: odhady Fio banky

Kofola je společnost se silnou rozvahou, to znamená s relativně vysokým objemem hotovosti a nízkým zadlužením. Zadluženost podle našich odhadů sice za rok 2016 stoupne z 1,14x násobku čistý dluh/EBITDA na cca 1,75x násobek, a to zejména vlivem akvizice firmy Studenac, nicméně i tak tuto míru zadlužení hodnotíme jako nízkou, neohrožující finanční stabilitu společnosti. V letošním roce v naší predikci cash flow nepočítáme s výraznější akviziční aktivitou, což indikuje pokles čistého dluhu k úrovním kolem 1,5x, v letech 2018, resp. 2019 pak s očekávaným růstem EBITDA predikujeme jeho snížení k 1,2x, resp. 0,9x násobku (za předpokladu nerealizace větší akvizice typu Radensky či Studenacu).

Na Kofolu tak nahlížíme jako na společnost se silnou likvidní pozicí, s dostatečně silným volným cash flow, které by mělo vytvářet polštář pro budoucí výplaty dividend. Od poslední výplaty dividendy Kofola nenastínila konkrétnější schéma dividendové politiky, nicméně na základě výše uvedeného konzervativně odhadujeme, že by si letos mohla dovolit vyplatit alespoň stejnou dividendu jako v roce 2016, tzn. 7 Kč na akcii, což značí cca 1,8% dividendový výnos. Ve střednědobém horizontu by Kofola měla mít podle naší projekce cash flow prostor postupně navyšovat objem vyplacených dividend alespoň k úrovni kolem 200 mil. Kč, což by znamenalo dividendy v rozmezí 8 – 10 Kč na akcii s výnosem 2 – 2,5 %. Tento dividendový výnos zhruba odpovídá průměrnému výnosu konkurenčních společností v odvětví nealkoholických nápojů.

**Ocenění společnosti**
**Tabulka č.8: Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC**

	2017	2018	2019	2020	2021	pokračující fáze
risk free rate (%)	0,5	0,8	1,1	1,4	1,8	2,0
market return (%)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	8,5
beta	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
equity risk premium (%)	4,42	4,22	4,01	3,81	3,54	4,42
risk surcharge (%)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
cost of equity (%)	5,92	6,02	6,11	6,21	6,34	7,42
cost of debt (%)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
cost of debt after tax (%)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
equity weight	0,67	0,71	0,76	0,83	0,89	0,89
debt weight	0,33	0,29	0,24	0,17	0,11	0,11
WACC (%)	5,02	5,19	5,42	5,69	6,01	6,98

zdroj: odhady Fio banky, Bloomberg

**Tabulka č.9: Model diskontovaného cash flow**

v mil. Kč	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	539	613	662	651	659
tax rate (%)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
NOPLAT	431	490	530	520	527
odpisy	521	522	522	520	521
CAPEX	465	450	450	440	430
změna ČPK	65	46	19	-23	-26
CF to the firm	422	516	583	623	644
DCF	402	466	498	500	481
sum of DCF	2 347				
terminal value	10 270				
čistý dluh	1 788				
equity value	10 830				
počet emitovaných akcií (mil. ks)	22,3				
<b>cílová cena (CZK)</b>	<b>486</b>				

zdroj: výpočty a odhady Fio banky

V naší úvodní analýze na akcie výrobce nealkoholických nápojů Kofola ČeskoSlovensko stanovujeme cílovou cenu 486 Kč. Cílová cena, která se vztahuje k 12měsíčnímu investičnímu horizontu, se nachází zhruba 24 % nad aktuální tržní cenou. Akcie Kofoly tak podle našich odhadů nabízí zajímavý investiční potenciál, a proto stanovujeme na tento akciový titul nákupní doporučení. Společnost Kofola je významným výrobcem nealkoholických nápojů ve střední a jihovýchodní Evropě, je jedním z lídrů na českém a slovenském trhu a díky akviziční aktivitě se prosazuje i v Adriatickém regionu, když na slovinském trhu je jedničkou v segmentu minerálních vod. Růstový potenciál shledáváme právě zejména v Adriatickém regionu, kde by Kofola měla do budoucna těžit z akvizic producentů minerálních vod, konkrétně slovinské Radensky a chorvatského Studenacu. Náklady na budování prodejního týmu a zvýšené náklady na marketing ještě v loňském roce tlumily tempa růstu provozní ziskovosti na slovinském a chorvatském trhu. Postupné odeznívání těchto dodatečných nákladů na expanzi, letošní začlenění firmy Studenac do konsolidačního celku a následné synergické efekty plynoucí ze spolupráce Radensky a Studenacu by podle našeho

názoru měly tvořit hlavní pilíře budoucího vývoje hospodaření v Adriatickém regionu, kde letos očekáváme cca 40% nárůst provozního zisku EBITDA a v příštím roce o dalších zhruba 13 %. Absence loňských rozvojových nákladů do přímé distribuce v tuzemském segmentu HoReCa a rovněž do rozšíření sítě UGO barů budou podle našich odhadů hlavními růstovými impulsy do marží a zisků na českém trhu. To by mělo být navíc podpořeno chystanou liberalizací evropského trhu s cukrem, která je naplánovaná na říjen 2017 a která by měla vytvářet tlak na pokles cen cukru s pozitivním dopadem do výsledků hospodaření od roku 2018. V letošním roce bude ještě provozní ziskovost Kofoly tlumena vyššími náklady na cukr, nicméně výše zmíněné uvolnění trhu s cukrem a možné tlaky na pokles jeho cen by mělo spolu s výše zmíněnými pozitivními faktory podporovat ziskovost ve střednědobém horizontu, když celkovou EBITDA za rok 2018 predikujeme meziročně vyšší o zhruba 7 % na úrovni 1135 mil. Kč a v dalších letech by mohla směřovat k hranici 1200 mil. Kč. Očekáváme, že Kofola naváže na loňskou výplatu dividendy ve výši 7 Kč na akcii a i nadále tak bude realizovat dividendovou politiku. Pro letošní rok konzervativně odhadujeme meziročně stejnou výši dividendy. Kofola je společnost s nízkou mírou zadlužení, se silným provozním cash flow indikující schopnost generovat volné cash flow, se silnou likvidní pozicí. To jsou faktory, které by podle našeho názoru měly vytvořit dostatečnou základnu k tomu, aby se dividendy mohla v příštích letech pohybovat alespoň v rozmezí 8 – 10 Kč na akcii, což by znamenalo 2 – 2,5% dividendový výnos.

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko byl použit model DCF (diskontované cash flow). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, náklady, zisk, odpisy, investice atd.). K výpočtu bylo použito vlastních odhadů budoucího hospodaření firmy. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu volného cash flow a jeho následného diskontování. Diskontním faktorem v našem modelu jsou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) počítané jako součet nákladů na vlastní a cizí kapitál při zohlednění předpokládaných vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého státního dluhopisu ČR), prémie za riziko vycházející z výnosové míry akciového indexu PX a rizikové přírážky, ve které zohledňujeme velikost společnosti, menší objemy obchodování s akciemi Kofoly a nižší free float dosahující necelých 7 %. Za beta faktor, vyjadřující citlivost akcie na změny akciového indexu, jsme zvolili průměrnou betu za odvětví, a to z důvodu kratší historie obchodování s akciemi Kofoly na BCPP.

## Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka znázorňuje citlivostní analýzu, konkrétně alternativní cílové ceny při různém nastavení WACC a tzv. pokračující míry růstu ve druhé fázi našeho modelu ocenění.

**Tabulka č.10: Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů**

pokračující růst	WACC				
	6,58%	6,78%	6,98%	7,18%	7,38%
2,1%	494	470	448	427	409
2,3%	516	490	466	444	424
2,5%	540	512	<b>486</b>	462	440
2,7%	567	536	507	481	458
2,9%	597	562	531	503	477

zdroj: odhady Fio banky

## SWOT analýza:

### • Silné stránky

- Etablovaná společnost na trhu nealkoholických nápojů.
- Značka Kofola je všeobecně pozitivně vnímána širokou veřejností.
- Silné postavení na trhu, jednička na slovenském a slovinském trhu, dvojka na českém trhu.
- Široká nabídka produktů, Kofola nabízí zhruba 35 značek.
- Širokým sortimentem je Kofola zajímavá jak pro zákazníky v segmentu maloobchodu, tak především v segmentu HoReCa (hotely a restaurace).
- Zkušenosti s akvizicemi, schopnost společnosti efektivně začlenit nové značky a produkty do stávajícího portfolia.
- Zkušený management, jenž je ve společnosti i majetkově zainteresován a působí v ní dlouhodobě.

### • Slabé stránky

- Slabší pozice na silně konkurenčním polském trhu.
- Část výnosů na polském trhu je realizována prostřednictvím prodeje privátních značek maloobchodním řetězcům, což vytváří negativní tlak na ziskové marže.

### • Příležitosti

- Akvizice slovinské Radensky a chorvatského Studenacu otevírá možnosti pro budoucí růsty v Adriatickém regionu.
- Dřívější investice do přímé distribuce v tuzemském segmentu HoReCa zefektivní spolupráci se zákazníky s pozitivním dopadem do marží a ziskovosti.
- Rozvoj UGO barů se stává dalším příjmovým kanálem, který čím dál více podporuje celkové tržby společnosti.

### • Hrozby

- Konkurenční prostředí jak v segmentu maloobchodu, tak v segmentu HoReCa může vytvářet negativní tlaky na ceny produktů.
- Citlivost výsledků hospodaření na počasí v letní sezóně.
- Obecně nepříznivě se vyvíjející makroekonomika může negativně působit na spotřebu nealkoholických nápojů.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie. V případě výskytu těchto rizik, nemusí být dosaženo námi stanovené cílové ceny.



Jan Raška  
Fio banka, a.s.  
Analytik  
[jan.raska@fio.cz](mailto:jan.raska@fio.cz)

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vydány, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek, včetně informací a investičních doporučení na nich zveřejněných.

Fio prohlašuje, že nevlastní čistou dlouhou ani krátkou pozici převyšující prahovou hodnotu ve výši 0,5 % ze základního kapitálu emitenta. Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5 % na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Investiční doporučení bude aktualizováno průběžně v kontextu nových zásadních informací s vlivem na ocenění, minimálně však jednou za 12 měsíců od vydání.

Přehled všech investičních doporučení včetně jejich historie je dostupný na internetových stránkách: <http://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)