

Investiční výzkum

Kofola ČeskoSlovensko



Doporučení: Koupit
Cílová cena: 410 Kč

Kofola ČeskoSlovensko

Souhrn doporučení

Doporučení:	Koupit
Cílová cena (12M):	410 Kč
Aktuální cena: (11. 11. 2024, 16:25)	337 Kč
Potenciální výnos:	22 %
Datum vydání	11. 11. 2024

Základní informace

Odvětví:	Výroba nápojů
Počet akcií:	22,29 mil. ks
Free float (odhad):	~27 %
Tržní kapitalizace:	7,51 mld. Kč
Roční minimum: (15. 11. 2023)	263 Kč
Roční maximum: (11. 11. 2024)	337 Kč
Informace pro investory:	investor.kofola.cz/
Indexy:	PX (1,05 %)

Roční vývoj akcie



V naší nové analýze na akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko stanovujeme cílovou cenu 410 Kč a doporučení „Koupit“.

Akcie Kofoly považujeme za atraktivní z následujících důvodů:

- Oživení hospodaření po obtížných covidových a inflačních letech
- Potenciál organického růstu díky stabilitě makroekonomického prostředí
- Akviziční růst vlivem nových akvizic v podobě Pivovarů CZ a Mixa Vending
- Zvyšující se dividendový potenciál

Na základě našeho valuačního modelu oceňujeme hodnotu společnosti (EV) na 13 756 mil. Kč a hodnotu vlastního kapitálu na 9 148 mil. Kč, respektive na 410 Kč na akcii.

Hospodaření: Po odeznění krizových let způsobených covidem a extrémní nákladovou inflací se Kofola odráží k pozitivnímu trendu hospodaření. Předpokládáme, že i letos společnost na úrovni EBITDA poroste organicky dvouciferným tempem. Příznivý trend hospodaření bude navíc umocněn akvizičním vlivem. Letošní EBITDA tak podle našich odhadů poroste o výrazných 41 % na 1767 mil. Kč. Plný akviziční efekt, pokračující pozitivní spotřebitelský sentiment, umírněné inflační prostředí a synergické efekty plynoucí z nových akvizic vytváří v příštím roce a dalších letech prostor pro navýšení EBITDA do rozmezí 1800 – 2000 mil. Kč.

Valuace: K ocenění společnosti jsme použili model diskontovaných volných hotovostních toků (DCF) s náklady na vlastní kapitál v průměrné výši 9,2 %, jehož výsledkem je odhadovaná hodnota 410 Kč na akcii (22% potenciál). Akcie Kofoly se obchodují na 6,5násobku námi očekávané letošní EV/EBITDA, respektive 15,2násobku letošního P/E.

Rizika: Změny regulatorního prostředí, zejména zvyšování nepřímých daní typu DPH či zavádění nových daní typu daně z cukru. Tato daň bude od roku 2025 zavedena na Slovensku.

Katalyzátory: Výsledky hospodaření za 9M 2024 obsahující stěžejní letní sezónu a do značné míry určující celoroční výkonnost (21. listopadu 2024). Předběžné výsledky za celý rok 2024 (únor 2025).

Klíčové ukazatele	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Tržby (mil. Kč)	6 172	6 636	7 875	8 690	10 911	11 196	11 644	11 992
EBITDA (mil. Kč)	1 030	1 128	1 110	1 253	1 767	1 883	1 956	1 993
Čistý zisk (mil. Kč)	195	237	214	336	488	551	616	655
Zisk na akcii (v Kč)	8,8	10,6	9,6	15,1	21,9	24,7	27,6	29,4

Obsah

Shrnutí	3
SWOT analýza.....	4
Představení společnosti.....	5
Produktové portfolio	5
Základní distribuční kanály.....	6
Postavení Kofoly na trhu s nealkoholickými nápoji	7
Geografické a obchodní segmenty	8
Výhled hospodaření	10
Letošní organický růst i navzdory povodním.....	10
V příštím roce rizikem daň z cukru na Slovensku	11
Organická EBITDA letos směřuje k dalšímu dvojcifernému růstu	13
Ziskovost bude v roce 2025 podpořena dalším poklesem cen cukru a umírněným vývojem cen energií.....	14
Nové akvizice: Pivovary CZ a Mixa Vending	15
Pivovary CZ Group.....	15
Automaty Mixa Vending	16
Hospodaření včetně nových akvizic.....	17
Střednědobý výhled	19
Dividendová politika	19
Konkurenční srovnání.....	21
Ocenění společnosti	22
Citlivostní analýza	24

Shrnutí

V naší nové analýze na společnost Kofola ČeskoSlovensko máme pozitivní náhled na její hospodaření. Po obtížnějších letech způsobených covidovými restrikcemi a extrémní nákladovou inflací se makroekonomické prostředí stabilizovalo. Nápojářské společnosti, potažmo Kofola tak mají prostor se plně věnovat svým obchodním strategiím, inovacím produktového portfolia, zefektivňováním výrobních procesů, tedy veškerým činnostem podněcující organický růst. Kofola navíc zaznamenává další milník ve své historii, když letos realizovala nové akvizice v podobě Pivovarů CZ a provozovatele nápojových a jídelních automatů Mixa Vending. Jsou tak vytvořeny předpoklady pro organický i akviziční růst.

Po relativně vydařeném loňském roce management Kofoly letos očekává další zlepšení. Včetně příspěví nových akvizic předpokládá 25% zvýšení tržeb a růst provozního zisku EBITDA o 23,7 % až 43,7 % na 1550 – 1800 mil. Kč. Organický výhled je pak společností komunikován na úrovni 7% růstu tržeb a EBITDA je posazena do rozmezí 1350 – 1450 mil. Kč (+7,7 % až 15,7 %).

Za první letošní pololetí Kofola svými výsledky překonala očekávání trhu. Objemy prodeje a příspěvky nových akvizic se zatím vyvíjejí lépe, než jsme předpokládali. Do celkových výsledků se navíc nad očekávání příznivě promítá i kontinuálně se zlepšující profitabilita menšího segmentu Fresh&Herbs, a to zejména jeho část v podobě řetězce rychlého občerstvení UGO. Roční provozní ziskovost tohoto rozvíjejícího se segmentu již dosahuje kolem 150 mil. Kč, což už má hmatatelný dopad do výsledků celé skupiny. Když k tomu přičteme také nad očekávání příznivý vývoj cen cukru, pak naši celkovou letošní prognózu tržeb vylepšujeme z úrovně 10598 mil. Kč (+22 % y/y) na 10911 mil. Kč (+25,6 %) a predikci letošní EBITDA jsme posunuli z původních 1668 mil. Kč (+33,1 % y/y) na 1767 mil. Kč (+41 %).

Letošní hospodaření Kofoly tak směřuje na úrovni provozního zisku k horní hranici výhledu. Rétoriku horního intervalu výhledu management společnosti nezměnil ani po letošních povodních. Přes původní nejistoty by nakonec povodně nemusely mít citelný dopad do provozní činnosti Kofoly. Záplavy se jednak vyhnuly hlavní letní sezóně, pivovarské závody navzdory prvotním odhadům zásadně poškozeny nebyly a přerušení výroby v krnovském závodě je Kofola schopna nahrazovat ve svých dalších provozech.

V příštím roce vidíme hlavní riziko v zavedení daně z cukru na Slovensku. To negativně ovlivní poptávku v této zemi. Kofola na základě svých předešlých zkušeností z Adriatické předpokládá propad objemů prodeje o cca 10 %. I přesto v roce 2025 celkově očekáváme růst tržeb o 2,6 % na 11196 mil. Kč a zvýšení EBITDA zisku o 6,6 % na 1883 mil. Kč. Celoroční příspěvek nových akvizic, předpoklad pokračujícího příznivého spotřebitelského sentimentu v ostatních geografických regionech a další poměrně výrazný cca 30% pokles cen cukru (sladidel) k úrovni 500 EUR/t by měly podle našich odhadů očekávaný negativní dopad regulatorního opatření na Slovensku vykompenzovat.

Náš střednědobý výhled je posazený na předpokladu mírného růstu spotřebitelské poptávky v řádu 2 – 3 %, umírněného inflačního vývoje, dalšího zlepšování provozních činností v segmentu Fresh&Herbs (letošní akvizice jablečných sadů má potenciál zefektivňovat činnosti týkající se základních vstupních surovin) a přínosu synergických efektů plynoucích z akvizice Pivovarů. Synergie s pivním segmentem vidíme hlavně v distribuci, a to jak na straně nákladů, tak na prodejní straně. Celorepublikově zastoupená Kofola může postupně posilovat saturaci pivních značek i mimo region střední Moravy, a to jak v retailu, tak v HoReCa (gastro segmentu). Nové možnosti pro nově vzniklý pivní segment vznikají i na exportních trzích jako je Slovensko, Slovinsko a Chorvatsko. Střednědobě tak sledujeme potenciál posunu tržeb do rozmezí 11600 – 12000 mil. Kč a nárůstu provozní ziskovosti do úrovně 1950 – 2000 mil. Kč.

Předpokládaný příznivý trend v hospodaření vytváří potenciál ke změně směru dividendové politiky. Dosavadní dividendová rétorika managementu Kofoly je konzistentní. Indikuje každoroční výplatu dividendy v celkovém objemu cca 300 mil. Kč, což znamenalo (až na jedinou výjimku v roce 2022, kdy bylo vyplaceno 11,30 Kč) dividendu 13,50 Kč na akcii (cca 4,5 – 5% výnos). Z pohledu aktuálního i očekávaného vývoje hospodaření se nám však tato rétorika již zdá poměrně konzervativní. Letošní námi odhadovaný nárůst čistého zisku z 336 mil. Kč na 488 mil. Kč vytváří potenciál pro dividendu vyplacenou ze zisku roku 2024 ve výši 15 Kč na akcii (4,5% výnos). Letos na podzim Kofola netradičně již vyplatila zálohu na dividendu ze zisku roku 2024 ve výši 7,50 Kč. V příštím roce tak očekáváme, že by mohlo být vyplaceno rovněž 7,50 Kč, tedy celkově 15 Kč. V souladu s naší predikcí čisté ziskovosti do rozmezí 550 – 620 mil. Kč a předpokladu 65% výplatního poměru očekáváme v letech 2026 a 2027 zvýšení dividendy na 16,80 Kč, resp. 18,90 Kč.

SWOT analýza

Silné stránky

Etablovaná spoločnosť na trhu nealkoholických nápojů.
Značka Kofola je všeobecne pozitívne vnímaná širokou verejnosťou.
Výrazné postavenie na trhu, jednička na slovenskom a slovinskom trhu, dvojka na českém trhu.
Produktová, výrobná a geografická diversifikácia.
Silná pozícia v profitabilnom segmente HoReCa.
Dlhodobé skúsenosti s akvizíciami, schopnosť efektívne začleňovať nové značky a produkty do stávajúceho portfólia a obchodného modelu.

Slabé stránky

Obtížnejší pozícia na chorvátskom trhu, kde Kofola nepatří medzi lídry trhu.
Silná pozícia maloobchodných reťazcov vytvárající tlak na marže.
Konkurencia globálnych značiek.

Příležitosti

Rozvoj pivného segmentu po akvizícii spoločnosti Pivovary CZ.
Rozvoj v segmente nápojových a jidelných automatů po akvizícii spoločnosti Mixa Vending.
Potenciál ďalšieho posilování pozície v HoReCa a exportu díky synergiám s novým pivným segmentem.
Díky segmentu Fresh&Herbs možnosť nadále participovať na potenciálu ďalšieho rústu poptávky po zdravém životním styly.

Hrozby

Zvyšování DPH či zavádění daně z cukru.
Konkurenční prostředí jak v segmentu maloobchodu, tak v segmentu HoReCa může vytvářet negativní tlaky na ceny produktů, marže a profitabilitu.
Určitá míra citlivosti výsledků hospodaření na počasí v letní sezóně.
Vývoj cen materiálů a komodit (PET, cukr a ostatní sladidla, energie).
Obecně nepříznivě se vyvíjející makroekonomika může negativně působit na spotřebitelský sentiment.
Prodej 4,6 % vlastních akcií držaných dceřinou firmou Radenska s potenciálním krátkodobým negativním dopadem do ceny akcie.

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

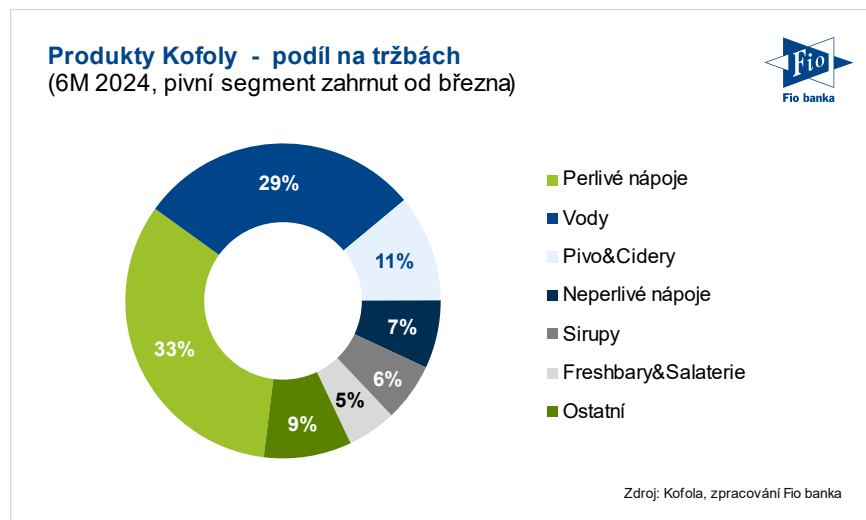
Představení společnosti

Kofola ČeskoSlovensko (dále jen Kofola) je významným výrobcem a distributorem nealkoholických nápojů s působností ve střední a jihovýchodní Evropě. Letos Kofola prostřednictvím akvizice 51% podílu ve společnosti Pivovary CZ vstoupila rovněž do pivovarského odvětví. Společnost realizuje svoji podnikatelskou činnost na českém a slovenském trhu, ve Slovinsku, Chorvatsku a v Polsku. Kofola vyrábí ve čtrnácti závodech, devět je situováno v České republice, dva na Slovensku a po jednom ve Slovinsku, Chorvatsku a Polsku. Z toho jedenáct výrobních závodů spadá pod nealkoholickou část, tři produkční kapacity jsou pak tvořeny tuzemskými pivovary v Přerově, Litovli a Hanušovicích. Celkově má Kofola zhruba 2700 zaměstnanců.

Produktové portfolio

Kofola je společnost se širokým produktovým portfoliem obsahujícím více než třicet značek. Letos nově vstoupila i do pivního segmentu se značkami Zubr, Holba a Litovel.

Produktové portfolio obsahuje více než třicet značek. Vlajkovou lodí je kolový nápoj Kofola. Mezi další významné značky patří např. vody Rajec, Klášterná, Korunní, Ondrášovka či Radenska, sycený nápoj Vinea nebo sirupy Jupí. Do portfolia společnosti se dále řadí např. limonáda Targa Florio uvedená na trh v nedávné minulosti nebo energetické nápoje Semtex. Stále důležitější součástí skupiny Kofola je segment Fresh&Herbs. Jeho součástí jsou především síť UGO salaterií a fresh barů, bylinné čaje Leros, kávové značky Café Reserva a Trepallini či prémiové přírodní produkty Premium Rosa. Pivní segment je reprezentovaný značkami Zubr, Holba a Litovel.



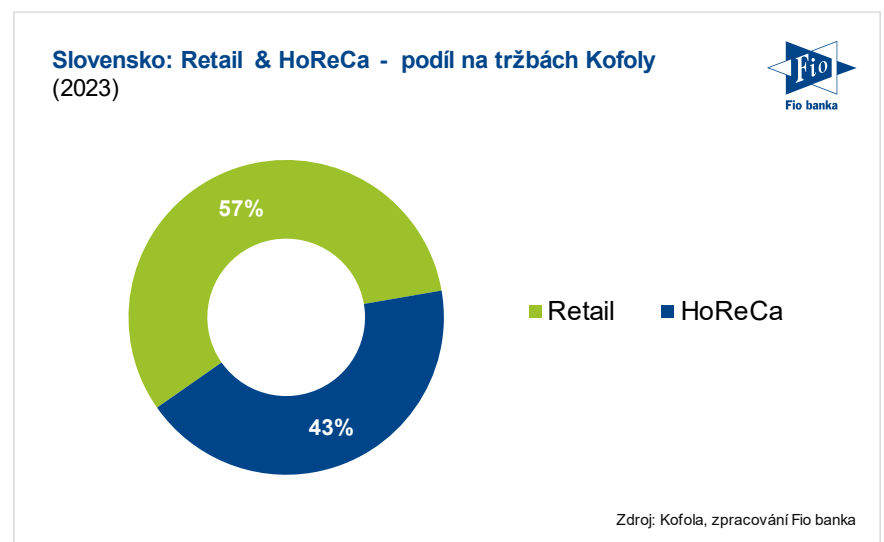
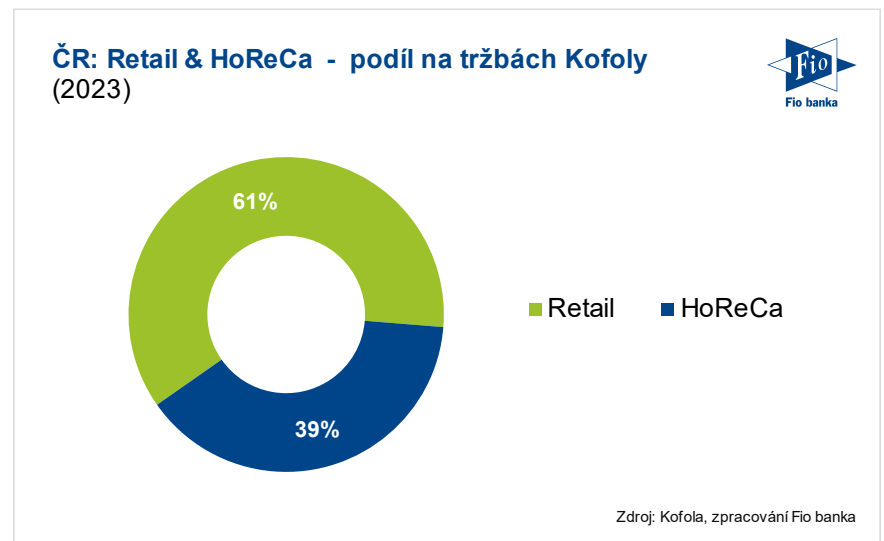
Vedle vlastních značek Kofola licenčně vyrábí a distribuuje pro česko-slovenský trh nápoje jako RC Cola a Orangina. Začátkem roku 2013 se Kofola stala výhradním distributorem minerálních vod Evian a Badoit pro česko-slovenský trh, od poloviny roku 2013 pak pro tuzemský trh distribuuje minerální vody Vincentka. Mezi významnější kontrakty patří spolupráce s výrobcem džusů a sirupů Rauch, na jejímž základě 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 značku Pepsi.

Základní distribuční kanály

Kofola významně působí v obou základních distribučních kanálech: v HoReCa a maloobchodě.

Trh s nealkoholickými nápoji lze rozdělit do dvou základních distribučních kanálů či segmentů. Jedná se o maloobchod a HoReCa. Maloobchodní segment, též nazývaný jako retail, je tvořen prodejnami různých velikostí, zejména pak maloobchodními řetězci. HoReCa je obecně řečeno gastronomický segment, do něhož spadají hotely, restaurace, kavárny či catering. Určitým podsegmentem HoReCa je v posledních letech expandující segment impuls (anglicky pojmenovaný jako „on the go“). Tato distribuční část souvisí s cateringem a je tvořena zejména sítí čerpacích stanic nebo například cateringovými službami v železniční či autobusové dopravě. Vyjma polského trhu, kde společnost působí pouze v maloobchodním segmentu, se Kofola realizuje v obou hlavních prodejních kanálech.

Segment restaurací a hotelů se vyznačuje větší profitabilitou, jsou v něm realizovány vyšší marže. Z pohledu celkových tržeb je však větším segmentem maloobchod. Na česko-slovenském trhu v něm Kofola generuje kolem 60 % tržeb. Zbylých 40 % pak připadá na HoReCa. V Adriatiku je situace o něco vyváženější, když ve Slovinsku je poměr zhruba vyrovnaný, v Chorvatsku pak na retail připadá zhruba 55 % tržeb a na gastro segment cca 45 %.

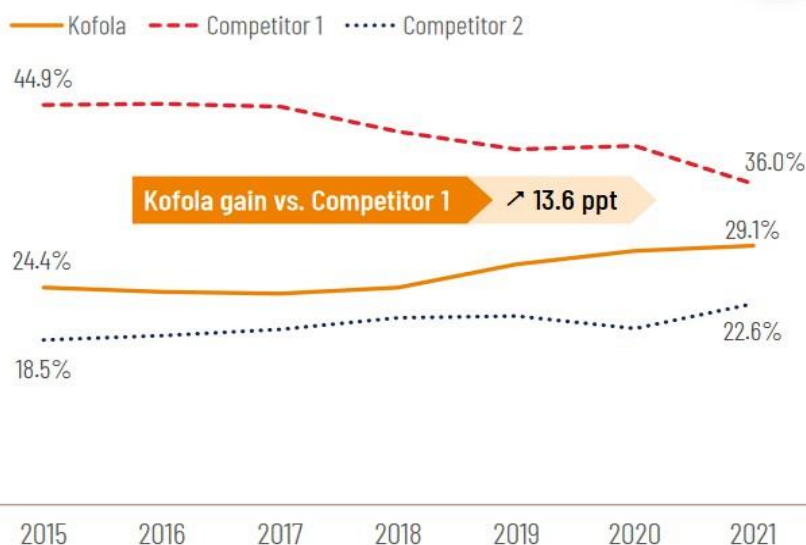


Postavení Kofoly na trhu s nealkoholickými nápoji

Kofola si dlouhodobě drží pozici jedničky trhu na Slovensku, zejména v tamní HoReCa má významné postavení. V ČR je dlouhodobě dvojkou trhu.

Kofola je společnost s významným postavením na trhu. Pozici lídra stále zaujímá na Slovensku, jak Kofola uvádí ve svém posledním výsledkovém reportu za 1H 2024. Podle statistik AC Nielsen a Data Servis tržní podíl Kofoly v letech 2015 až 2021 ve slovenské HoReCa postupně stoupal z úrovně 36 % na 49 %. Ve slovenském maloobchodě pak v tomto období činil 18 – 20 %. V obou případech zde překonávala své největší konkurenty Coca-Colu a Karlovarské minerální vody (KMV). Níže uvedené grafy ukazují historický vývoj tržních podílů Kofoly a největší konkurentů v HoReCa v ČR a na Slovensku.

Czech Republic



zdroj: Kofola, AC Nielsen, Data Servis

Slovakia



zdroj: Kofola, AC Nielsen, Data Servis

Na českém trhu je Kofola celkově dvojkou, tržní podíl v HoReCa ve výše uvedeném období činil 24 – 29 %. Jedničkou trhu by v tuzemském gastru měla být Coca-Cola, trojkou KMV. V retailu pak Kofola podíl stoupal z 15 % na 18 % poté, co v roce 2020 koupila výrobce minerálních vod Korunní a Ondrášovka. Pozici lídra v českém maloobchodě zaujmuly, po akvizici česko-slovenských aktivit PepsiCo, Karlovarské minerální vody. V posledním období nejsou data o konkrétních procentuálních tržních podílech k dispozici. K významným změnám však dle aktuálního vyjádření managementu Kofoly nedochází, vývoj trhu je v tomto ohledu poměrně stabilizovaný.

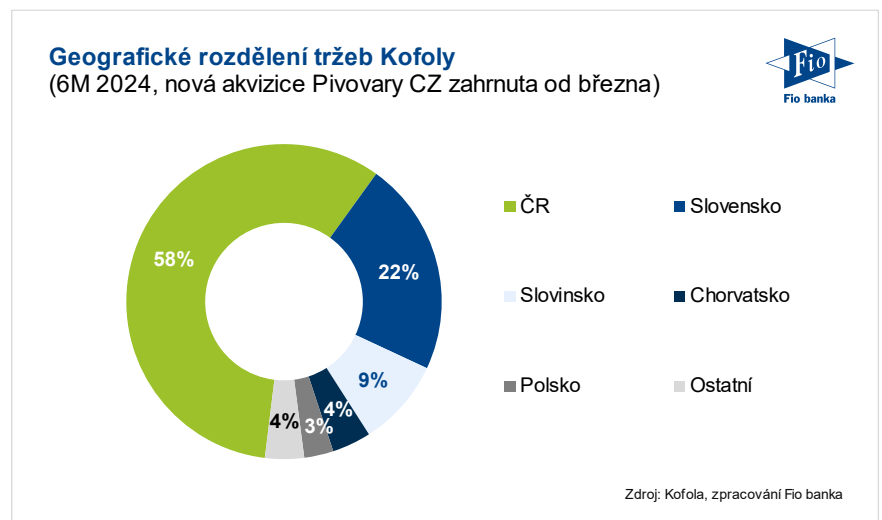
V Adriatiku je společnost v pozici lídra trhu ve Slovinsku. Široce rozšířenou značkou je zde Radenska.

S akvizicemi v podobě slovinského, resp. chorvatského producenta nealkoholických nápojů Radenska (začátek roku 2015), resp. Studenac (konec roku 2016), si Kofola postupně upevňovala pozici v adriatickém regionu. Tahounem výkonnosti v tomto regionu je slovinský trh, kde je Kofola jak celkovou jedničkou, tak lídrem v kategorii vod. Minerální voda Radenska je ve Slovinsku zavedenou značkou. V Chorvatsku je Kofola dvojkou trhu v segmentu vod, celkově zde figuruje na pozici číslo čtyři. V Polsku Kofola, po prodeji své divize Hoop Polska v roce 2019, výrazně utlumila své aktivity. Ponechala si zde jen producenta a distributora přírodních sirupů, šťáv a džemů Premium Rosa.

Z hlediska geografie většinu tržeb Kofola generuje v České republice a na Slovensku. Je to zhruba 80 %.

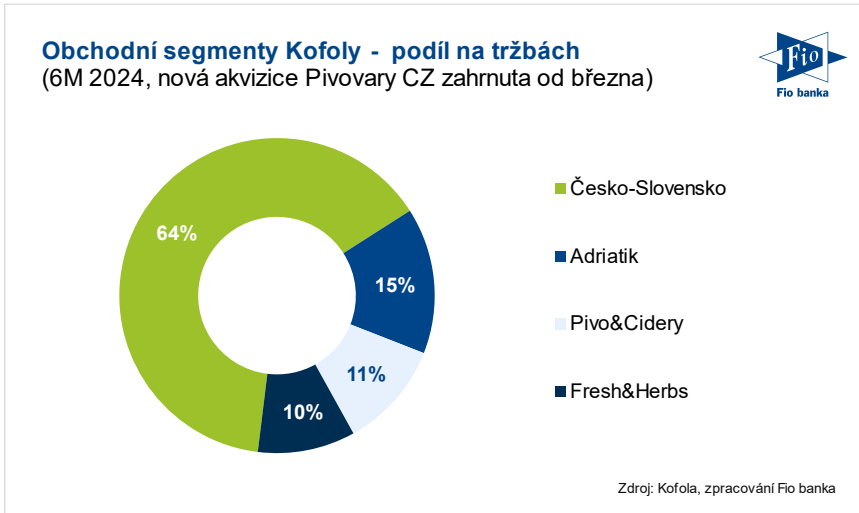
Geografické a obchodní segmenty

Z geografického pohledu (neboli z hlediska tržeb dle koncového zákazníka) je pro Kofolu nejdůležitějším trhem Česká republika a Slovensko. V roce 2023 v ČR, resp. na Slovensku generovala 56 %, resp. 24 % tržeb, dohromady tedy 80 %. Zhruba 11 % tržeb Kofola loni vytvořila ve Slovinsku, cca 5 % v Chorvatsku, na Polsko a ostatní svět pak připadlo kolem 3 %. Následující graf ukazuje letošní vývoj, tedy již po začlenění Pivovarů CZ.



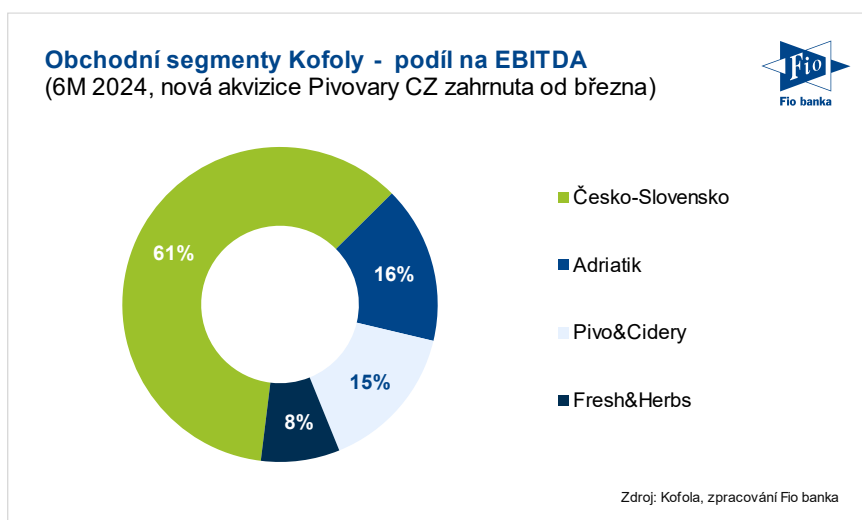
Obchodně Kofola rozděluje své podnikání do třech segmentů: Česko-Slovensko, Adriatik a Fresh&Herbs. Letos nově vznikl segment Pivo&Cidery. I v tomto členění vévodí v ekonomických ukazatelích Česko-Slovensko.

Kofola svůj business nicméně primárně rozděluje do třech obchodních segmentů: Česko-Slovensko, Adriatik a Fresh&Herbs. Letos pak nově přibyl segment Pivo&Cidery. Z hlediska tohoto členění, které Kofola ve svých prezentacích již nějakou dobu upřednostňuje, je Česko-Slovensko s podílem na loňských tržbách, resp. EBITDA ve výši 71,5 %, resp. 74,8 %. Následuje Adriatik se 17,4% podílem na výnosech a 16,3 % podílem na provozní ziskovosti. Segment Fresh&Herbs pak loni generoval zhruba 11 % celkových tržeb a necelých 9 % EBITDA. Z geografického pohledu je Fresh&Herbs většinou tuzemská záležitost.



Pro-forma podíl nového segmentu Pivo&Cidery na celoročních tržbách, resp. EBITDA Kofoly odhadujeme na cca 15 %, resp. v rozmezí 16 – 17 %.

Nově vzniklý obchodní segment Pivo&Cidery se v letošním prvním pololetí podílel na celkových tržbách, resp. EBITDA cca 11 %, resp. zhruba 15 %. Díky tomu podíl Česko-Slovenska poklesl v obou ukazatelích blíže k 60% úrovni. Vzhledem k tomu, že nová akvizice Pivovary CZ se většinou týká zejména tuzemských aktivit, pak z geografického pohledu se za 1H 2024 podíl tržeb z ČR ještě více přiblížil k 60% hranici. Vlivem exportní aktivity Pivovarů se pak aktuálně zvedají i prodeje v Polsku a ostatních zemích (dohromady téměř 7% podíl na celku).



Výhled hospodaření

Po covidu a extrémní nákladové inflaci přichází stabilizace tržního prostředí a s tím i prostor pro organický růst.

Po covidových turbulencích, energetické krizi a následných silných inflačních tlacích, vše rozprostřeno do let 2020 – 2023, je na nápojářském trhu patrné výrazné zklidnění situace. Tržní prostředí se významně stabilizuje a poskytuje prostor pro organický růst. Už loňský rok byl pro Kofolu příznivější než předchozí období. Výrazný pokles cen energií, stabilizace cen plastových materiálů a efektivní zvýšení cen produktového portfolia vytvořil již v roce 2023 prostor pro slušný růst jak provozní, tak čisté ziskovosti. Konkrétně, EBITDA zisk vzrostl o 12,9 % na 1253 mil. Kč a čistý zisk meziročně stoupl o 57 % na 336 mil. Kč.

V příznivém trendu hospodaření by Kofola měla pokračovat i v letošním roce, a to i přes zářijové povodně, které zasáhly část provozů společnosti. K námi předpokládanému organickému růstu by se letos měl připojit i akviziční příspěvek.

Letošní organický růst i navzdory povodním

Kofola letos očekává organický 7% růst tržeb na cca 9300 mil. Kč. Na úrovni EBITDA chce organický růst o 7,7% až 15,7% na 1350 – 1450 mil. Kč.

Z průběžných letošních vyjádření managementu společnosti vnímáme příznivý náhled na letošní vývoj hospodaření. Již počátkem roku 2024 Kofola indikovala 7% organický růst tržeb a organické zvýšení EBITDA do rozmezí 1350 – 1450 mil. Kč (+7,7 % až 15,7 %). Dosavadní vývoj hospodaření za letošních prvních šest měsíců tyto predikce potvrzuje, resp. dle našeho názoru mohou být i mírně překonány.

Po loňském 8% poklesu letos očekáváme, navzdory záplavám, 6,5% organický růst objemů prodeje.

Stabilizace makroekonomického prostředí a s tím spojené výrazné snížení inflace se pozitivně promítá do spotřebitelského sentimentu, potažmo do poptávky po nápojích. Objemy prodeje se po loňském téměř 8% poklesu vrací k růstu. Za 1H 2024 Kofola v objemech organicky rostla o 5,9 % y/y na 386 mil. litrů. Za celý letošní rok pak očekáváme, navzdory záplavám, 6,5% navýšení na 825 mil. litrů.

Negativní dopady povodní do provozní činnosti Kofoly by měly být z několika důvodů výrazně tlumeny. Jeden z hlavních faktorů je ten, že hlavní letní sezóna nebyla povodněmi zasažena. A léto by mělo být z hlediska poptávky vydařenější, jak indikoval management na posledním konferenčním hovoru. Očekáváme gradaci příznivého spotřebitelského sentimentu, Kofola hlásí vlivem dobrého počasí i silnou první polovinu září. Vedle toho, Kofola je dnes natolik produktově, výrobně a geograficky diversifikovaná společností, že by měla provozně zvládnout přerušení provozu v jejím krnovském závodě. Předpokládáme tak ve 3Q 2024 meziroční růst objemů v nealko části ve vyšších jednotkách procent, konkrétně o 8,6 %. V posledním letošním kvartále pak odhadujeme zvolnění tempa k pěti procentům. Určité negativní vlivy povodní se totiž dle našeho názoru mohou projevit, zejména pak infrastrukturního a distribučního rázu v gastro segmentu. Z hlediska celoročního vývoje očekáváme výše zmíněný 6,5% růst prodeje.

V příštím roce rizikem daň z cukru na Slovensku

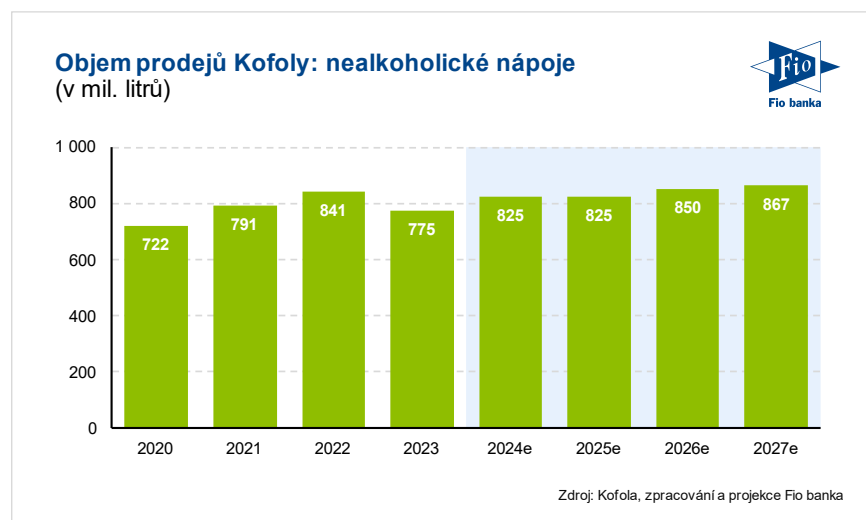
Na Slovensku je od příštího roku zaváděna daň na slazené nápoje, což negativně ovlivní poptávku.

Vývoj v ostatních zemích by však měl situaci na Slovensku kompenzovat. Celkově tak v roce 2025 očekáváme stabilní vývoj prodeje.

V roce 2025 bude rizikovým faktorem do poptávky zavedení daně z cukru na Slovensku, která zatíží slazené nápoje. Management Kofoly, i v rámci předchozích zkušeností z Chorvatska, očekává z tohoto titulu pokles objemů prodeje na Slovensku o cca 10 %. Tento předpoklad je z našeho pohledu rozumně nastaven, a proto s ním počítáme i do predikcí.

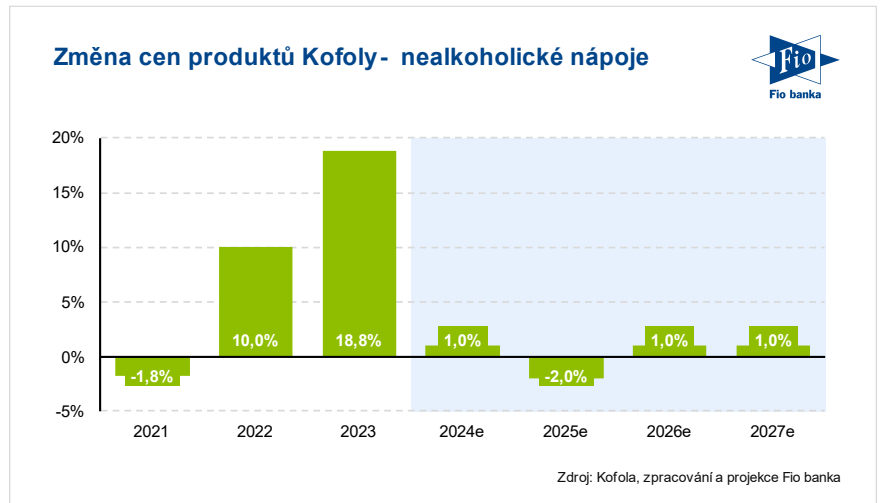
V ostatních zemích, tedy v ČR, Slovensku a Chorvatsku nicméně nevidíme důvod k poklesům spotřeby. Stabilní makroprostředí a ukotvení inflace ve standardních mantinelech vytvoří podle našeho názoru ve zbylých zemích předpoklady pro udržení příznivého spotřebitelského sentimentu i v příštím roce. Navíc nadále klesající ceny cukru mohou vytvořit prostor pro zlevnění části produktového portfolia, a tedy podpořit poptávku. Byť, pod vlivem poměrně vydařeného letošního roku, konzervativně očekáváme zmírnění tempa růstu spotřeby (4 % v ČR a 1 – 3% tempo v Adriatiku), tak celkově by dle našich odhadů měl vývoj v ČR a Adriatiku kompenzovat očekávaný negativní vývoj na Slovensku. Za rok 2025 tedy predikujeme dosažení obdobných objemů jako v roce 2024.

Ve střednědobém výhledu pak počítáme s tempem růstu kolem 2 – 3 %. Po negativním daňovém šoku očekáváme postupné narovnávání spotřeby na Slovensku. K udržitelnému tempu růstu by měly přispět i pokračující inovativní přístupy produktového portfolia. Navíc celkové objemy kolem 825 mil. litrů jsou stále pod úrovní roku 2022. Čili i z hlediska výrobních kapacit je prostor k opětovnému navýšení objemů alespoň do rozmezí 840 – 850 mil. litrů, resp. k posunu přes 860 mil. litrů.



Po extrémních inflačních letech přichází stabilizace. V příštím roce vidíme vzhledem ke klesajícím cenám cukru i prostor pro mírné snížení cen produktového portfolia.

Po skokovém navýšování cen produktů z let 2022 a 2023 letos přichází stabilizace. Pokud k nějakému zdražování došlo, pak jen selektivně. U části výrobního portfolia naopak mohlo přijít, vlivem příznivého vývoje cen vstupů, určité zlevnění. Celkově tak v průměru letos předpokládáme jen mírné zvýšení cen o 1 %. V příštím roce vlivem nadále klesajících cen cukru (jež se dostávají z úrovní kolem 750 EUR na cca 500 EUR/t) vidíme prostor pro snížení cen produktů v řádu nižších jednotek procent. Kofola podle našeho názoru využije tohoto poklesu k většímu promování (tzn. ke snížení cen) zejména svých slazených nápojů s cílem podpořit objemy. V dalších letech pak předpokládáme návrat k mírnému zvyšování cen výrobků.



Na straně organických tržeb (tzn. bez nových akvizic) jsou tak letos vytvořeny veškeré předpoklady k tomu, aby dosáhly na meziroční růst v řádu vyšších jednotek procent. Odhadujeme je na hladině 9323 mil. Kč, což by značilo 7,3% navýšení oproti roku 2023.

Na grafu níže znázorňujeme historický vývoj včetně výhledu na nejbližší roky. V uvedené časové řadě je patrný silný cenový efekt (inflační impuls) z let 2022 a 2023 (tento efekt je přehledně vidět rovněž na grafu o změnách cen produktů), který byl hlavní příčinou výraznějšího nárůstu výnosů. Námí odhadované 7,3% tempo růstu pro letošní rok je naopak tlačené zejména rostoucími objemy prodeje.

Organické tržby budou z našeho pohledu střednědobě podporovány i segmentem Fresh&Herbs, který dokáže reagovat na zvyšující se poptávku po zdravém životním stylu.

Příští rok vidíme z organického pohledu lehký 1,3% pokles, když se podle našich odhadů projeví kombinace stagnujících objemů a mírného 2% snížení cen produktů. Střednědobě pak očekáváme meziroční tempo růstu ve výši 4 %, resp. 3 %, tedy posun organických tržeb k úrovním 9567 mil. Kč, resp. 9856 mil. Kč.

Příznivě se projeví námí předpokládaný návrat k rostoucím objemům a také vývoj v segmentu Fresh&Herbs, jenž dokáže efektivně reagovat na rostoucí poptávku po zdravém životním stylu a vhodně pracuje s prémiovými produkty. Jeho roční tržby se již přehoupaly přes 1000 mil. Kč (pro srovnání, v roce 2022, resp. 2023 činily 824 mil. Kč, resp. 968 mil. Kč) a pro roky 2026 a 2027 počítáme s posunem k úrovni 1100 – 1130 mil. Kč.



Organická EBITDA letos směřuje k dalšímu dvojcifernému růstu

Organickou EBITDA letos odhadujeme v rozmezí 1450 – 1500 mil. Kč (cca +17,7 %).

Pozitivně budou působit:

- **rostoucí objemy**
- **zlepšující se profitabilita Fresh&Herbs**
- **příznivý vývoj cen vstupů.**

Předpokládaný pozitivní organický vývoj na straně objemů, potažmo výnosů by se měl příznivě promítnout i do provozní ziskovosti. V tomto kontextu je třeba zmínit i lepší než očekávanou profitabilitu v segmentu Fresh&Herbs. Zejména jeho část v podobě řetězců rychlého občerstvení UGO barů a salaterií vykazuje velmi slušnou organickou dynamiku, je patrná provozní efektivnost, vhodná lokace provozoven, příznivě působí zřejmě i split mezi franšízovými a vlastními prodejny (jenž je nyní zhruba v poměru 50 : 50).

Dobrou výkonnost pozorujeme také u polské Premium Rosa, jejíž premiové produkty se prosazují nejen v Polsku, ale i na dalších trzích. To vše se pozitivně projevuje do provozní ziskovosti celého segmentu Fresh&Herbs, která za letošní rok směřuje již k úrovni 150 mil. Kč. Posouvá se tak z úrovně 54 mil. Kč vykázané za rok 2022 a roste z loňských 111 mil. Kč.

EBITDA marže se tím pádem dostává z jednociferných úrovní až k námi odhadované hladině kolem 14 % za rok 2024. To už jsou hmatatelné hodnoty značící, že Fresh&Herbs je stále důležitější součástí skupiny Kofola tvořící nyní zhruba 10 % celkové organické EBITDA. V roce 2022, resp. 2023 to bylo 5 %, resp. 9 %.

Provozní ziskovost by navíc měla být podpořena pozitivním vývojem na nákladové straně hospodaření. Extrémní nákladová inflace z let 2022 a 2023 projevující se jak do cen základních materiálových vstupů, tak do cen elektřiny a zemního plynu je v tuto chvíli minulostí. Kofola letos klesají ceny jak PET materiálů, tak sladidel (cukru).

Poté, co ceny PET v loňském roce dosahovaly vrcholu a v průměru se dle našich odhadů mohly dostávat k úrovni 1250 EUR/t, tak v roce 2024 se přibližují k hranici 1000 EUR/t. Za letošní rok tak očekáváme pokles cen PET o cca 18 % y/y.

Ze svých maximálních úrovní ustupují rovněž ceny cukru. V letech 2022 a 2023 se dostávaly z úrovní kolem 500 EUR/t až na cca 1000 EUR/t. Po většinu loňského roku se tak Kofola musela vyrovnávat se zhruba dvojnásobnou cenou sladidel. Zmírnění tlaků na straně nabídky vlivem příznivější úrody podpořilo již koncem roku 2023 pokles ceny pod úroveň 1000 EUR/t. Kofola v září, po výsledcích za 2Q 2024, upřesnila pro letošek nasmlouvanou cenu poblíž 750 EUR. Letos by tak měla profitovat z cca 25% poklesu cen sladidel.

Vzhledem k tomu, že podíl obalů, resp. sladidel na přímých materiálových nákladech se dlouhodobě pohybuje kolem 50 %, resp. 30 %, tak pozitivní dopad poklesu cen těchto vstupů do EBITDA by měl být poměrně značný. Odhadujeme ho přes 300 mil. Kč.

Tržní ceny elektřiny by i letos neměly být hrozbou. Razantní pokles jako v roce 2023 se sice již konat nebude, nicméně minimálně stabilní úroveň, resp. mírné snížení tržní složky ceny elektřiny očekáváme. Návrat poplatků na podporu obnovitelných zdrojů energie do regulační složky ceny celkové náklady na energii letos zřejmě zvýší. Odhadujeme nicméně jen mírný nárůst v řádu nižších desítek milionů korun, výše zmíněný pokles cen základních materiálových vstupů by to měl pohodlně vykompenzovat.

Organická EBITDA by tak i letos podle našich odhadů měla zaznamenat dvojciferný růst. Dosavadní výhled stanovený managementem činí 1350 – 1450 mil. Kč. My předpokládáme, zejména pod vlivem lepšího než původně očekávaného vývoje objemů prodeje, profitability v segmentu Fresh&Herbs resp. cen sladidel, organický EBITDA zisk v rozmezí 1450 – 1500 mil. Kč (+15,7 % až 19,7 %). EBITDA marže by se tak dle našeho názoru měla letos posunout z loňských 14,4 % blíže k hranici 16 %.

Ziskovost bude v roce 2025 podpořena dalším poklesem cen cukru a umírněným vývojem cen energií

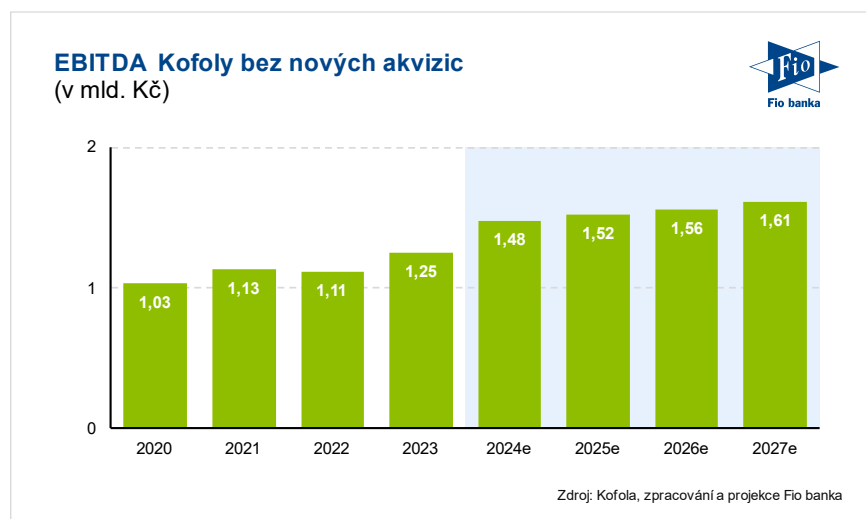
V příštím roce očekáváme posun organické EBITDA přes hranici 1500 mil. Kč. Marže a profitabilita by měly být podpořeny zejména pokračujícím poklesem cen cukru. Situace na trhu s touto komoditou se výrazně zklidňuje a dostává se na předkrizové úrovně. Management Kofoly na nedávném konferenčním hovoru hlásil pokles tržních cen k hladině 500 EUR/t. Vzhledem k tomu, že Kofola tradičně na podzim dojednává se svými dodavateli kontrakty na příští rok, tak lze vcelku reálně předpokládat, že i v roce 2025 bude společnost profitovat z poměrně výrazného poklesu cen cukru, potažmo sladidel. My počítáme oproti roku 2024 s cca 30% snížením.

Nákladovou stranu hospodaření podle našich odhadů nezatíží ani ceny elektřiny. Vzhledem k vývoji forwardové křivky tržních cen elektřiny by Kofola neměla čelit zvýšené ceně. I po započítání mírného nárůstu regulované složky predikujeme díky tržnímu vývoji na energetických burzách celkově cca 1% pokles ceny elektřiny. I přes námi předpokládané mírně nižší organické tržby, tak očekáváme vlivem příznivého vývoje na nákladové straně hospodaření zvýšení EBITDA marže z 15,8 % na 16,5 % a posun EBITDA zisku k úrovni 1518 mil. Kč.

V letech 2026 a 2027 se podle našich odhadů bude organická EBITDA přibližovat k hranici 1600 mil. Kč. Návrat k mírnému růstu tržeb, nadále umírněný vývoj cen energií a předpoklad stabilního cenového vývoje základních vstupních materiálů bude podle našeho názoru držet EBITDA marži nad hladinou 16 % a posunovat provozní ziskovost k 1560 mil. Kč, resp. 1610 mil. Kč. A to jsme z hlediska predikce marží spíše konzervativní, když jedním ze střednědobých cílů managementu Kofoly je dosažení předcovidových úrovní v blízkosti 17 %. Historický vývoj a predikci EBITDA bez nových akvizic v podobě Pivovarů CZ a Mixa Vending je znázorněn v následujícím grafu.

V příštím roce se EBITDA podle našich odhadů organicky dostane k úrovni 1518 mil. Kč. Pozitivně bude působit cca 30% pokles cen cukru (sladidel) a stabilní ceny energií.

Střednědobě vidíme prostor pro udržení organické EBITDA marže nad 16 %, což vytvoří prostor pro organickou EBITDA v rozmezí 1560 – 1610 mil. Kč.



Nové akvizice: Pivovary CZ a Mixa Vending

Vedle organického růstu se letos přidá i slušný akviziční příspěvek.

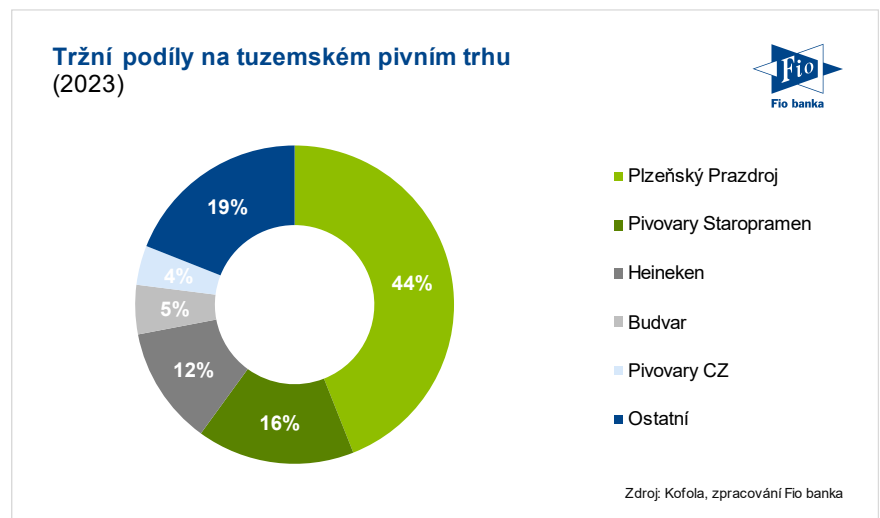
Letošní očekávaný růst hospodaření bude zvýrazněn novými akvizicemi. Již koncem roku 2023 Kofola uzavřela dohodu o koupi 51% podílu ve společnosti Pivovary CZ. Akvizice byla následně dokončena začátkem letošního března. V lednu letošního roku Kofola oznámila nákup 49% podílu v provozovateli nápojových a jídelních automatů Mixa Vending.

Kofola akvizicí 51% podílu ve společnosti Pivovary CZ nově vstupuje do pivního segmentu.

Pivovary CZ Group

Společnost Pivovary CZ Group, regionální pivovarnická skupina ze střední Moravy, je pětkou tuzemského trhu se zhruba 4% tržním podílem. Na prvních dvou pozicích jsou velké pivovary Plzeňský Prazdroj a Staropramen patřící do globálních pivovarnických skupin Asahi, resp. Molson Coors. Trojkou trhu je Heineken se značkami jako např. Krušovice nebo Starobrno. Čtyřkou je pak s cca 5% podílem na trhu Budějovický Budvar.

Pivovary CZ: pětka tuzemského trhu s cca 4% tržním podílem. V době akvizice Pivovary vykazovaly roční tržby 1300 mil. Kč a EBITDA 250 mil. Kč.



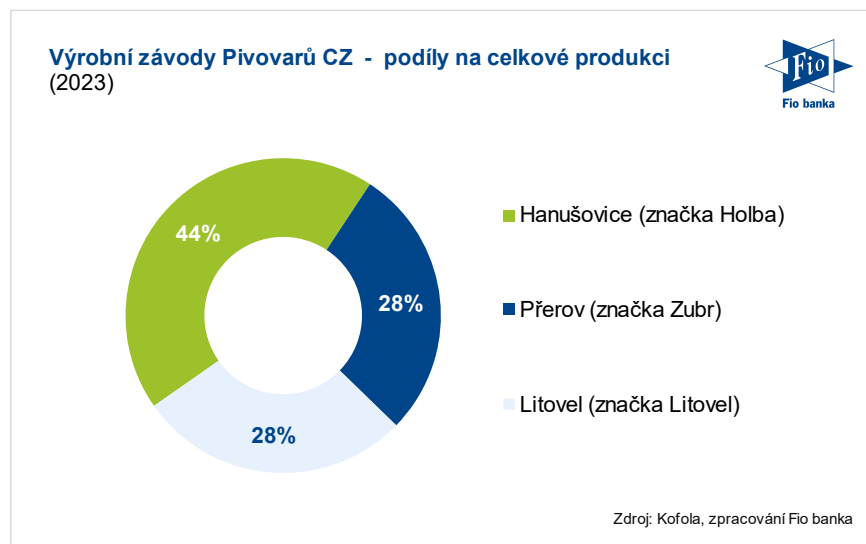
Kofola podle našich odhadů koupila 51% podíl za 1100 – 1300 mil. Kč. Akvizice tak mohla proběhnout za cca 9 – 10x EV/EBITDA.

V době zveřejnění dohody Pivovary CZ generovaly roční tržby, resp. EBITDA ve výši 1300 mil. Kč, resp. 250 mil. Kč (výsledky za rok 2022). Cena transakce tehdy nebyla zveřejněna. Na základě tehdejších indikací managementu Kofoly ohledně jejího zadlužení, jsme odhadovali hodnotu celé transakce do rozmezí 2200 – 2500 mil. Kč, resp. jsme predikovali, že samotná Kofola ji realizovala za 1100 – 1300 mil. Kč. To by značilo, že akvizice mohla proběhnout za 9 – 10x EV/EBITDA. Aktuální zveřejněné výkazy za 1H 2024 nám tyto odhady potvrzují, resp. indikují spíše dolní hranu intervalu. Z celkového pohledu, i vzhledem k pozitivnímu vývoji hospodaření Pivovarů v roce 2023, resp. v průběhu letošního roku, vnímáme hodnotu transakce jako adekvátní a rozumnou. Na akvizici tak máme příznivý náhled.

Kofola vstoupila do Pivovarů CZ ještě společně se dvěma investory. Finanční skupina RSJ drží 29% podíl, agro-průmyslová skupina Úsovsko pak vlastní 20 % akcií. Kofola s majoritním 51% podílem je ovládající osobou a výsledky Pivovarů tudíž plně konsoliduje do svého hospodaření. Podíly výše zmíněných dvou investorů jsou pak zohledněny (odečteny) na úrovni čistého zisku. Pro Kofolu je tak nyní primárním ukazatelem konečného výsledku hospodaření „čistý zisk připadající na podíly akcionářů mateřské společnosti.“

Roční produkce Pivovarů CZ činí zhruba 80 mil. litrů. Maximální kapacita přesahuje 100 mil. litrů (1 mil. hl).

Kofola akvírovala společnost, jejíž průměrná roční produkce piva se pohybuje kolem 800 tis. hl piva (80 mil. litrů). Pivovary CZ provozují celkem tři výrobní závody. Jedná se o Hanušovice produkující značku Holba, Přerov vyrábějící značku Zubr a Litovel se stejnojmennou značkou piva. Hanušovický pivovar má více než 40 % podíl na celkové produkci, zbytek připadá na přerovský a litovelský pivovar, přičemž každý z nich se podílí na celkové výrobě zhruba z jedné třetiny. Maximální roční produkční kapacita Pivovarů pak přesahuje 1 mil. hl.



Také Pivovary CZ využívají tradičních distribučních kanálů, tedy gastro a maloobchod.

Z pohledu CAPEX se jedná o dobře vybavenou firmu, disponuje moderními výrobními technologiemi. V blízké budoucnosti by tak neměla vznikat potřeba výraznějšího navyšování investičních výdajů. Pozitivním aspektem nové akvizice je rovněž to, že Pivovary jsou nezádluženou společností.

Pivovary, obdobně jako Kofola, využívají dva základní distribuční kanály. Prostřednictvím maloobchodu prodávají cca 65 % produkce, přes HoReCa pak generují zhruba 35 % prodeje. V profitabilním gastro segmentu jsou tak mírně aktivnější než je trh, kde se poměr mezi HoReCa a retailem pohybuje na úrovni 30 : 70. Slušné zastoupení v HoReCa segmentu je podle našeho názoru dáno regionálním charakterem Pivovarů. Silná vazba na Jesenícko a střední Moravu vytváří předpoklady pro utváření bližších obchodních vazeb na regionální gastro provozovny, restaurace a hospody.

Pivovary jsou zároveň aktivní také v exportu. Prodeje v zahraničí tvoří cca 30 – 35 % tržeb, letos je podíl exportu v blízkosti horní hranice intervalu. Společnost vyváží svou produkci zejména do Evropy, např. do Německa, Polska či Švédska. Po vstupu Kofoly bude snaha posilovat na trzích jako je Slovensko, Slovinsko nebo Chorvatsko. Tedy v zemích, kde Kofola již dlouho působí a má v nich významné postavení.

Automaty Mixa Vending

Akvizice 49% podílu v provozovateli nápojových a jídelních automatů Mixa Vending.

Provozovatel nápojových a jídelních automatů Mixa Vending je společností s více než 30ti letou tradicí. Působí v ČR a okrajově i na Slovensku. Firma má přibližně 100 zaměstnanců. V době akvizice Mixa Vending vykazovala roční tržby 171 mil. Kč a EBITDA ve výši 36 mil. Kč (výsledky za rok 2022). Jedná se o společnost s nízkým zadlužením kolem 1x EBITDA. Stejně jako u Pivovarů i zde Kofola uplatňuje manažerskou kontrolu, tzn. výsledky Mixa Vending plně konsoliduje do svého hospodaření, resp. čistý zisk následně upravuje o podíly ostatních investorů.

Cena transakce nebyla zveřejněna. Z posledních výkazů Kofoly odhadujeme, že společnost mohla za 49% podíl zaplatit 150 – 170 mil. Kč. Hodnotu celé Mixa Vending (enterprise value) tak vidíme v rozmezí 350 – 390 mil. Kč. Ve vztahu k EBITDA roku 2022 odhadujeme, že transakce byla realizována za cca 10,9x EV/EBITDA. Za rok 2023 provozní ziskovost Mixa Vending vzrostla na 41 mil. Kč. V tomto případě násobek klesá k 9,4.

Hospodaření včetně nových akvizic

Včetně nových akvizic letos Kofola očekává 25% růst tržeb a posun EBITDA do rozmezí 1550 – 1800 mil. Kč (+23,7 až 43,7 %).

Výhled EBITDA následně upřesněn k horní hranici intervalu. Naše predikce činí 1767 mil. Kč (+41 % y/y).

Včetně nových akvizic v podobě Pivovarů CZ a Mixa Vending se letošní výhled EBITDA, stanovený managementem Kofoly, posouvá do rozmezí 1550 – 1800 mil. Kč (+23,7 % až 43,7 % y/y). Na úrovni celkových tržeb pak Kofola letos vidí 25% růst, tzn. navýšení k hranici 10900 mil. Kč. Začátkem září, tedy na konci hlavní letní sezóny, management komunikoval ohledně letošního výhledu provozní ziskovosti přiblížení se k horní hranici intervalu. Tuto rétoriku zopakoval i po ničivých tuzemských povodních při oznámení výsledků za 2Q 2024 na konci září. Z pohledu nových akvizic se ukázalo, že negativní scénáře ohledně dopadu povodní na pivovarské provozy se nenaplnily. Přerovský pivovar povodňovou vlnou nebyl zasažen vůbec, škody v hanušovickém a litovelském pivovaru nebyly zásadního rázu a tamní výroba byla po povodních připravena velmi brzo k opětovnému rozjetí.

Výsledky za první polovinu letošního roku překonaly očekávání. Kofola velmi slušně rostla jak organicky, tak akvizičně. Zaujal nás pak především velmi solidní příspěvek ze strany Pivovarů. Hlavně kvůli příznivému vývoji v tomto novém pivním segmentu jsme po výsledcích za 1H 2024 přistoupili ke zvýšení naší predikce letošních celkových tržeb z předchozích 10598 mil. Kč (+22 % y/y) na 10911 mil. Kč (+25,6 %), resp. letošní celkové EBITDA z původních 1668 mil. Kč (+33,1 % y/y) na 1767 mil. Kč (+41 %).

Rovněž pivní segment nyní vykazuje pozitivní trend v hospodaření. Rostou objemy i tržby, což by se mělo promítnout také do ziskovosti.

Pozitivní spotřebitelský sentiment se projevuje i v pivním segmentu. Dynamika letošní poptávky, navzdory výraznému zvýšení DPH u točeného piva z 10 % na 21 %, je dokonce výraznější než u nealkoholických nápojů. Za 1H 2024 Pivovary CZ hlásí meziroční nárůst objemů prodeje o 9,3 % na 43,9 mil. litrů, přičemž na tomto vývoji se podílejí jak domácí prodeje (+6,9 %), tak exporty (+13,6 %). Vzhledem k očekávané příznivé letní sezóně se domníváme, že Pivovary by měly cca 9% tempo růstu udržet i na úrovni celého roku. Objem prodeje za rok 2024 tak vidíme v blízkosti 91 mil. litrů, což by znamenalo nárůst z loňských námi předpokládaných 83,6 mil. litrů (Kofola zatím zveřejnila objemy jen za 1H 2023). Příznivý trend v objemech a mírné zvýšení cen se pak pozitivně promítá do tržeb, které Pivovarům za první letošní pololetí vzrostly o slušných 13,2 % na 799 mil. Kč.

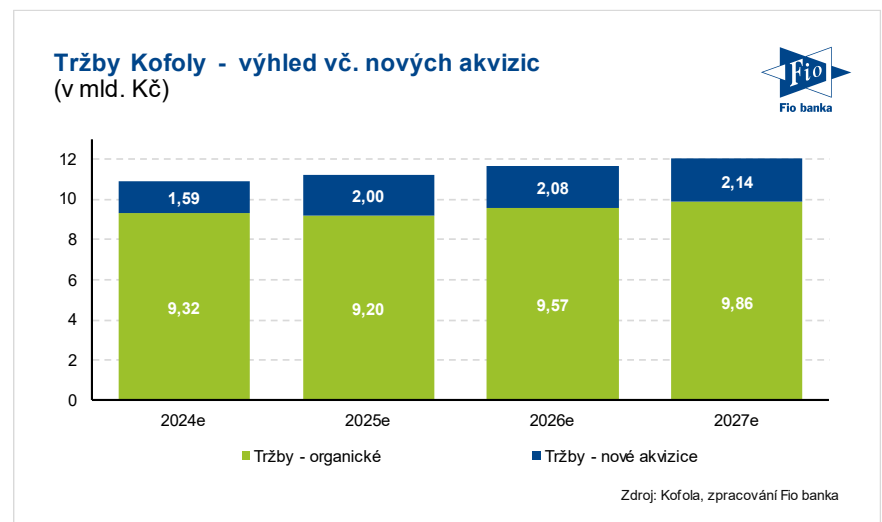
Letos dle našich odhadů Pivovary směřují k tržbám 1630 mil. Kč a EBITDA ve výši 310 mil. Kč. Do letošních výsledků Kofoly pak přispějí ve výši 1329 mil. Kč, resp. 250 mil. Kč.

Za celý rok 2024 tak podle našich odhadů tržby pivního segmentu směřují k úrovni 1630 mil. Kč s tím, že EBITDA by mohla činit 310 mil. Kč. To by značilo 19% EBITDA marži, což považujeme za velmi solidní číslo, které převyšuje námi očekávanou téměř 16% marži z nealkoholické části Kofoly. Shrňme-li, za poslední roky je patrný příznivý trend v hospodaření Pivovarů. V roce 2022 tržby 1300 mil. Kč s EBITDA ziskem 250 mil. Kč, za rok 2023 pak na základě zveřejněného vývoje za 1H 2023 predikujeme tržby, resp. provozní ziskovost na úrovni 1466 mil. Kč, resp. kolem 280 mil. Kč.

Navzdory tomu, že Pivovary jsou součástí skupiny Kofola až od začátku března, tak jejich příspěvek do letošních výsledků bude viditelný. Přínos na úrovni tržeb tedy odhadujeme ve výši 1329 mil. Kč, na úrovni provozní ziskovosti pak v blízkosti 250 mil. Kč. Zbytek akvizičního vlivu, pomineme-li marginální vliv další akvizice v podobě jablečných sadů Libina, obstarají nápojové a jídelní automaty Mixa Vending. I v případě této akvizice pozorujeme pozitivní trend hospodaření. V loňském roce nárůst výnosů o 25 % na 214 mil. Kč a zvýšení EBITDA o 14 % na 41 mil. Kč. Z letošních průběžných výsledků vidíme další růsty, když výnosy by se mohly blížit k 250 mil. Kč a provozní zisk k hranici 48 mil. Kč. Připomínáme, že akvizice Mixa Vending byla dokončena na konci ledna. Její reálný příspěvek do letošních čísel Kofoly tak bude mírně nižší než výše uvedené celoroční odhady.

Celkový příspěvek nových akvizic do letošních tržeb, resp. EBITDA Kofoly odhadujeme ve výši 1588 mil. Kč, resp. cca 300 mil. Kč.

Celkově tak očekáváme, že nové akvizice letos přinesou do tržeb Kofoly 1588 mil. Kč. Do provozního zisku EBITDA pak předpokládáme příspěvek poblíž 300 mil. Kč. Souhrnné tržby, resp. EBITDA se tak letos dle našich odhadů dostávají na výše zmíněných 10911 mil. Kč, resp. 1767 mil. Kč.



Na příznivý vývoj provozní úrovně hospodaření naváže i čistý zisk. Za rok 2024 predikujeme nárůst o 45 % na 488 mil. Kč.

Na letošní předpokládaný organický a akviziční růst by měl podle našich odhadů navázat i čistý zisk. Na souhrnné bázi letos predikujeme nárůst z loňských 340 mil. Kč na 559 mil. Kč. Po odečtení nekontrolních podílů v námi predikované výši 71 mil. Kč (tedy zisku náležícího ostatním akcionářům Pivovarů CZ a Mixa Vending) vychází čistý zisk 488 mil. Kč a znamenalo by to 45,2% meziroční růst. Opět zdůrazňujeme, že právě toto číslo se stává, po realizaci letošních nových akvizic, primárním ukazatelem čisté ziskovosti.

V roce 2025 se do výsledků Kofoly projeví plný akviziční příspěvek.

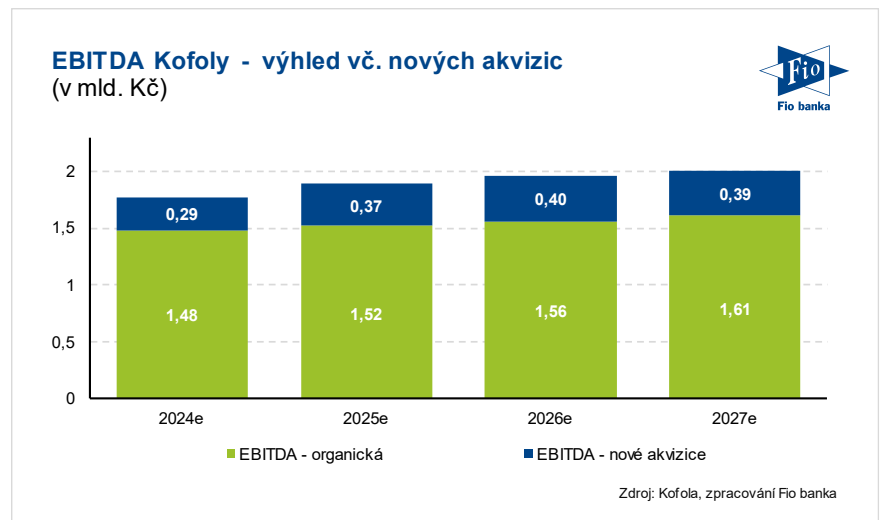
V příštím roce by se měl do hospodaření Kofoly projevit celoroční akviziční efekt, tedy zejména plný příspěvek ze strany pivního segmentu. To podle našeho názoru bude hlavní hnací motor hospodaření společnosti. Organický byznys Kofoly bude tlumen novou daní z cukru na Slovensku, byť na úrovni EBITDA přeci jen očekáváme, díky výše zmíněnému příznivému vývoji na nákladové straně hospodaření, mírný růst. Akviziční impuls na úrovni tržeb, resp. EBITDA ve výši 2000 mil. Kč, resp. 360 – 370 mil. Kč, podle našich odhadů povede v příštím roce k 2,6% růstu tržeb na 11196 mil. Kč a k nárůstu EBITDA o 6,6 % na 1883 mil. Kč. Čistý zisk za rok 2025 pak podle naší predikce vykáže téměř 13% růst na 551 mil. Kč.

Střednědobý výhled

Akvizice Pivovarů by měla ve střednědobém horizontu přinášet synergie zejména v oblasti distribuce a exportu.

Střednědobý výhled máme posazený na předpokladech mírného růstu spotřebitelské poptávky v řádu 2 – 3 %, umírněného inflačního vývoje, dalšího zlepšování provozních činností v segmentu Fresh&Herbs (letošní akvizice jablečných sadů poskytuje potenciál dále zefektivňovat činnosti týkající se základních vstupních surovin), přínosu synergických efektů plynoucích zejména z akvizice Pivovarů. Potenciál synergií s pivním segmentem vidíme hlavně v distribuci, a to jak na straně nákladů, tak na prodejní straně, kdy celorepublikově zastoupená Kofola může postupně posilovat saturaci pivních značek i mimo region střední Moravy, a to jak v retailu, tak v HoReCa. Nové možnosti pro nově vzniklý pivní segment vznikají i na exportních trzích jako je Slovensko, Slovinsko a Chorvatsko.

V letech 2026 a 2027 tak shledáváme potenciál dalšího posunu tržeb, resp. EBITDA do úrovní 11600 – 12000 mil. Kč, resp. 1950 – 2000 mil. Kč. Čistý zisk v souladu s tímto provozním potenciálem a s podporou předpokládaného postupného poklesu úrokových sazeb z úvěrů podle našich odhadů směřuje do rozmezí 600 – 650 mil. Kč.



Příznivý trend hospodaření a snižující se zadlužení vytváří potenciál pro zatraktivnění dividendové politiky.

Dividendová politika

Námi předpokládaný příznivý trend v hospodaření a s tím spojené snížení zadlužení do bezpečnějších úrovní 2 – 2,5x EBITDA skýtá potenciál pro postupné zatraktivnění dividendové politiky. Dividendová rétorika Kofoly je v posledních letech neměnná. Management Kofoly doposud deklaruje snahu každoročně vyplácet na dividendě kolem 300 mil. Kč, což znamená cca 13,50 Kč na akcii a zhruba 4,5 – 5% výnos. V posledních letech se Kofola (až na jedinou výjimku z roku 2022, kdy bylo vlivem extrémní nákladové inflace z opatrnostních důvodů vyplaceno 11,30 Kč) svého dividendového záměru drží a stabilně vyplácí výše zmíněných 13,50 Kč. Na jednu stranu tuto dividendu společnost ponechala i v krizových covidových letech, na druhé straně např. letos jsme indikovali, pod vlivem loňské rostoucí ziskovosti, i možnost mírného vylepšení alespoň k úrovni 14 Kč na akcii.

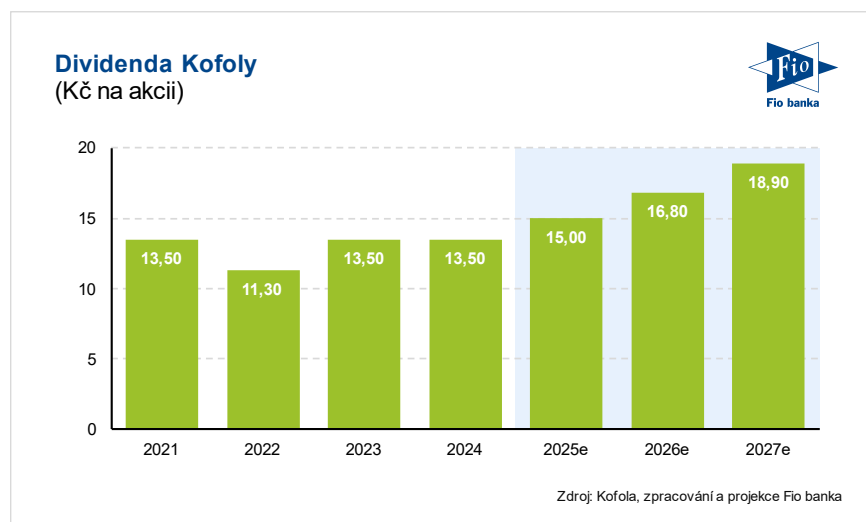
V příštím roce očekáváme nárůst dividendy ze 13,50 Kč na 15 Kč na akcii (4,5% výnos). Kofola již letos v říjnu vyplatila zálohu ve výši 7,50 Kč. V roce 2025 tak předpokládáme doplatek na úrovni 7,50 Kč na akcii.

V letech 2026 a 2027 odhadujeme, pod vlivem příznivého vývoje ziskovosti, růst dividendy k hladině 16,80 Kč, resp. 18,90 Kč.

Naše aktuální predikce hospodaření nicméně naznačují možnou změnu směru a odraz od letitého stabilního vývoje. První vybočení od zavedených pořádků jsme viděli letos v říjnu, kdy management Kofoly rozhodl o letošní výplatě zálohy na dividendu ze zisku roku 2024 ve výši 7,50 Kč na akcii. Tento na poměry tuzemského kapitálového trhu netradiční krok jsme hodnotili pozitivně. Podle našeho názoru tímto Kofola reflektuje příznivý průběh letošního hospodaření, klesající zadlužení, dobrou likvidní pozici a investorům ukazuje důvěru v naplnění celoročního výhledu EBITDA na horní hraně stanoveného rozpětí. Náš odhad dividendy ze zisku roku 2024 máme posazený na hladinu 15 Kč na akcii (4,5% dividendový výnos). I po vyplacení zálohy ve výši 7,50 Kč tuto predikci potvrzujeme. Očekáváme tak, že v příštím roce Kofola doplatí 7,50 Kč. Dividenda 15 Kč na akcii dosahuje 65 % námi odhadovaného čistého zisku za rok 2024. Pro srovnání, letošní výplatní poměr činil 85 %.

Zadlužení Kofoly pod vlivem rostoucí ziskovosti, potažmo příznivého vývoje cash flow klesá. Indikace managementu, že čistý dluh zůstane i po realizaci nových akvizic pod úrovní 3x EBITDA, byla naplněna. V polovině letošního roku Kofola hlásila zadlužení ve výši 2,4x, naše predikce ke konci roku 2024 se pak dostává k úrovni 2,3x EBITDA. Vidíme tedy poměrně zřetelný prostor k navýšení dividendy. Z pohledu výplatního poměru je náš předpoklad stále poměrně konzervativně posazený. Přiblížení se osmdesáti procentům by indikovalo dividendu kolem 18 Kč na akcii (5,4% výnos). V našem základním scénáři však zůstáváme, i s ohledem na zatím neměnnou dividendovou rétoriku managementu, více konzervativní s předpokladem 15 Kč.

Námi předpokládaný potenciál dalšího růstu ziskovosti nicméně podle našeho názoru vytváří prostor pro další vylepšení dividendy. Při konzervativně ponechaném výplatním poměru 65 % očekáváme v roce 2026, resp. 2027 dividendu ve výši 16,80 Kč, resp. 18,90 Kč na akcii, což indikuje výnos mezi 5 – 5,6 %.



Konkurenční srovnání

Absence regionálních veřejně obchodovatelných konkurentů nás nutí srovnávat Kofolu s velkými, mnohdy až globálními společnostmi. Relativní srovnání s americkými korporacemi typu Coca-Cola, Pepsi či Monster Beverage je zavádějící. Tyto zavedené globálně obchodované emise s velkými tržními kapitalizacemi, těšící se obvykle širokému investorskému zájmu se pak většinou obchodují na vyšších násobcích než menší regionálně zaměřené společnosti typu Kofola. U těchto menších firem je tedy většinou patrný určitý (někdy i výrazný) diskont daný např. nižšími objemy obchodů, menší likviditou či nižším free floatem. Obecně investoři u menších emisí více akcentují různá makroekonomická i mikroekonomická rizika. V níže uvedené tabulce můžeme vidět, že např. akcie Coca-Coly se obchodují poblíž 20x EV/EBITDA, resp. 23x P/E, zatímco akcie Kofoly se pohybují v rozmezí 6 – 7x EV/EBITDA, resp. 13 – 15x P/E.

V tabulce jsou nicméně uvedeny i některé britské společnosti nebo jedna japonská firma, jejichž akcie se ve srovnání s největšími nadnárodními korporacemi obchodují na nižších hodnotách a v tomto směru jsou tak blíže akciím Kofoly. Celkově je patrné, že akcie Kofoly se aktuálně obchodují na poměrně atraktivních násobcích, na úrovních nabízející investiční potenciál. Například tržní medián ukazatele P/E 2024, resp. P/E 2025 indikuje hodnotu akcií Kofoly ve výši 416 Kč, resp. 432 Kč. I optikou násobků P/E, jež se pohybují pod průměrem, resp. mediánem (vidíme je např. u akcií britských firem Nichols, A.G.Barr či japonské Suntory) vychází podle našich odhadů hodnota akcií Kofoly v rozmezí 360 – 400 Kč, tedy nad aktuální tržní cenou 337 Kč. Konkurenční srovnání na základě poměrových ukazatelů tak podporuje náš pohled daný cílovou cenou, kterou jsme stanovili na hladinu 410 Kč.

Tabulka nabízí srovnání i u dalších metrik. Byť v poměrech tuzemského kapitálového trhu patří dividendový výnos Kofoly spíše mezi ty nižší, tak v rámci konkurenčního srovnání vidíme, že s výnosem mezi 4,5 – 5 % vcelku slušně převyšuje trh. U očekávané letošní EBITDA marže je Kofola se svou hodnotou 16,2 % mírně pod mediánem trhu. Průměrná hodnota na hladině 20,5 % je už výrazněji výše, když je tlačena nadstandardními maržemi u velkých společností jako je Coca-Cola, Keurig Dr Pepper a Monster Beverage.

Konkurenční srovnání						
	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže	Dividendový výnos 2024
	e2024	e2025	e2024	e2025		
Coca-Cola Co	20,7	19,4	23,0	22,0	32,7 %	2,9 %
PepsiCo Inc.	15,1	14,2	20,6	19,4	19,2 %	3,1 %
Keurig Dr Pepper Inc.	13,3	12,7	17,2	16,1	29,3 %	2,7 %
Monster Beverage	22,9	20,4	31,3	27,5	29,4 %	-
Danone	12,0	11,4	18,8	17,5	16,8 %	3,2 %
Suntory Beverage	6,9	6,4	17,6	15,7	14,0 %	1,8 %
Britvic Plc	12,6	11,8	19,1	17,4	16,4 %	2,5 %
A.G.Barr	9,7	8,5	16,5	14,4	16,5 %	2,5 %
Nichols Plc	10,9	10,0	17,1	16,2	16,7 %	2,9 %
Fevertree Drinks	15,6	12,7	28,5	21,4	13,8 %	2,3 %
Průměr	14,0	12,8	21,0	18,8	20,5 %	2,4 %
Medián	13,0	12,3	19,0	17,5	16,8 %	2,6 %
Kofola	6,5	6,1	15,2	13,5	16,2 %	4,7 %

Níže uvedená tabulka ukazuje tempo růstu tržeb a ziskovosti. Vedle toho znázorňuje také zadlužení. Kofola díky akvizičnímu, ale i nezanedbatelnému organickému vlivu v letošních metrikách výrazněji převyšuje konkurenci. V roce 2025 se pak dynamika dostává na konkurenční úroveň, resp. u tržeb a EBITDA je mírně pod mediánem. U zisku na akcii Kofola naopak lehce převyšuje konkurenci, když příznivý vliv provozní úrovně hospodaření je doplněn pozitivním efektem snižujících se úrokových sazeb.

Kofola má obdobný dluh jako např. velké společnosti Coca-Cola, Pepsi či Danone. U některých konkurentů však vidíme kladnou finanční pozici, tzn. že jejich hotovost převyšuje hrubý dluh. Tyto nezadlužené firmy pak tlačí hodnoty za celý trh výrazněji níže a Kofola tak svým zadlužením převyšuje průměr i medián.

Konkurenční srovnání							
	Tržby		EBITDA		Zisk na akcii		Čistý dluh/ EBITDA 2024
	e2024	e2025	e2024	e2025	e2024	e2025	
Coca-Cola Co	1,0 %	3,9 %	1,6 %	6,5 %	7,6 %	4,4 %	1,9
PepsiCo Inc.	0,8 %	3,4 %	1,3 %	5,8 %	7,1 %	5,9 %	2,1
Keurig Dr Pepper Inc.	3,3 %	5,7 %	4,9 %	5,0 %	13,8 %	6,8 %	3,8
Monster Beverage	5,3 %	8,2 %	8,7 %	11,7 %	8,9 %	13,7 %	-0,4
Danone	-1,4 %	3,1 %	6,2 %	5,2 %	15,1 %	7,0 %	2,4
Suntory Beverage	5,9 %	3,6 %	7,4 %	9,2 %	6,5 %	12,4 %	-0,4
Britvic Plc	9,1 %	3,8 %	17,0 %	7,0 %	26,5 %	9,5 %	2,2
A.G.Barr	5,1 %	4,4 %	12,5 %	13,9 %	13,7 %	14,6 %	-0,8
Nichols Plc	1,9 %	3,7 %	20,9 %	9,3 %	26,2 %	5,2 %	-2,8
Fevertree Drinks	2,0 %	6,6 %	78,7 %	23,2 %	95,0 %	33,5 %	-1,6
Průměr	3,3 %	4,6 %	15,9 %	9,7 %	22,0 %	11,3 %	0,7
Medián	2,7 %	3,8 %	8,1 %	8,1 %	13,7 %	8,3 %	0,8
Kofola	25,6 %	2,6 %	41,0 %	6,6 %	45,0 %	12,8 %	2,4

zdroj: Bloomberg, odhady Fio banka

Ocenění společnosti

Pro výpočet cílové ceny (vnitřní hodnoty) akcie společnosti Kofola 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 tržních vah vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech.

Náklady vlastního kapitálu byly kalkulovány jako součet bezrizikové výnosové míry (výnos desetiletého dluhopisu ČR) a rizikové prémie. Základem pro určení rizikové prémie je součet rizikové prémie USA a rizikové přírážky ČR (zdroj: Damodaran). Riziková prémie je upravena koeficientem beta, jenž je měřítkem volatility a systematického rizika.

V rámci kalkulace beta faktoru jsme vycházeli z nezadlužené bety nápojářského sektoru stanovené Damodaranem (0,63) a následné úpravy zohledňující poměr čistého dluhu a tržní hodnoty vlastního kapitálu (equity) Kofoly. Výsledkem je dosažení zadlužené bety pro jednotlivé roky v rozmezí 0,80 – 0,84.

Dále jsme přistoupili ke stanovení specifické příirážky ve výši 2 p.b., která zohledňuje velikost společnosti, menší objemy obchodování s akciemi Kofoly, jejich nižší likviditu či nižší free float. Pro druhou fázi našeho modelu ocenění jsme zvolili 1% dlouhodobou míru růstu.

Model diskontovaného cash flow			
mil. Kč	2025	2026	2027
EBIT	1 183	1 253	1 286
efektivní daňová sazba (%)	26,5	26,5	26,5
NOPAT	870	921	945
odpisy	700	703	707
změna ČPK	-9	-15	-12
CAPEX	734	743	757
FCFF	844	896	907
FCFF(t+1)	916		
terminální hodnota (k 1. 1. 2028)	14 323		
enterprise value (k 1. 1. 2025)	13 756		
čistý dluh (k 1. 1. 2025)	4 096		
equity příp. nekontrolním podílům	512		
equity value (k 1. 1. 2025)	9 148		
počet akcií (mil. ks)	22,3		
cílová cena (Kč)	410		

zdroj: odhady a výpočty Fio banka

Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC			
	2025	2026	2027
bezriziková výnosová míra (%)	3,60	3,30	3,00
<i>riziková prémie USA (%)</i>	<i>4,06</i>	<i>4,06</i>	<i>4,06</i>
<i>riziková příirážka ČR (%)</i>	<i>0,73</i>	<i>0,73</i>	<i>0,73</i>
riziková prémie celkem (%)	4,79	4,79	4,79
beta	0,84	0,81	0,80
specifická příirážka (%)	2,00	2,00	2,00
náklady vlastního kapitálu (%)	9,61	9,19	8,82
náklady cizího kapitálu (%)	5,70	5,20	4,70
efektivní daňová sazba (%)	26,5	26,5	26,5
náklady CK po zdanění (%)	4,19	3,82	3,45
váha vlastního kapitálu	0,69	0,72	0,73
váha cizího kapitálu	0,31	0,28	0,27
WACC (%)	7,93	7,68	7,40

zdroj: odhady a výpočty Fio banka, Bloomberg

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.

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů					
pokračující růst	WACC				
	7,00%	7,20%	7,40%	7,60%	7,80%
0,6%	410	394	379	364	350
0,8%	428	410	394	379	364
1,0%	446	428	410	394	379
1,2%	466	446	428	410	394
1,4%	488	466	446	428	410

zdroj: odhady Fio banky

Jan Raška

Fio banka, a.s.

analytik

jan.raska@fio.cz

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

Všechny 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 Primoco.

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 konzultovaly 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 uveřejněných.

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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 (ani jiná osoba patřící do téže skupiny) 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 jiné osoby patřící do téže skupiny, ani od obchodních poplatků, které tyto osoby obdrží. 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.

Tento investiční výzkum není určen obchodníkům s cennými papíry. Obchodník s cennými papíry nemůže použít tento investiční výzkum v rámci poskytování investičních služeb či k vytváření vlastního investičního výzkumu či propagačních sdělení, nestanoví-li Fio banka, a.s. jinak či není-li dohodnuto mezi Fio bankou, a.s. a obchodníkem s cennými papíry jinak. Přijme-li obchodník s cennými papíry tento investiční výzkum, není možné takové jednání považovat za pobídku poskytnutou Fio bankou, a.s. vztahující se k výzkumu ve smyslu § 17 vyhlášky č. 308/2017 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

Základní informace, str. 1 – roční maximum a minimum: Jedná se o nejvyšší (/ nejnižší) cenu investičního nástroje za sledované období podle závěrečných cen, v níž nejsou zohledněny možné pohyby ceny nad (/pod) uvedenou závěrečnou cenu během doby obchodování v daném obchodním dni.

Koupit – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu přesahuje 20 %

Akumulovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi 5 % a 20 %, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí +5 % až -5 %

Redukovat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu se pohybuje v rozmezí mezi -5 % a -20 %, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – očekávaný celkový výnos (kapitálový i dividendový) na stanoveném horizontu je nižší než -20 %.

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.

Historii všech investičních doporučení vydaných k akciím společnosti Kofola ČeskoSlovensko naleznete na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/akcie-stocklist/95196-kofola-cs>. Uvedený seznam obsahuje informace o datu vydání investičního doporučení, typu doporučení, cílové ceně a ceně v době zveřejnění doporučení, investičním horizontu či totožnosti příslušného analytika Fio banky, a.s.

Přehled všech aktuálních investičních doporučení je dostupný na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist>. Další informace o investičních doporučeních vydaných ke konkrétní akcií naleznete v sekci „Historie analýz“ po „kliknutí“ na název dané akcie.

Kvartální souhrn podílů jednotlivých typů doporučení je dostupný na uvedené stránce <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/stocklist> (řazeno dle času zveřejnění) i na internetových stránkách <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/ipo-a-ostatni>.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz