

Investiční výzkum

Kofola ČeskoSlovensko



Doporučení: Držet
Cílová cena: 484 Kč

Kofola ČeskoSlovensko

Souhrn doporučení

Doporučení:	Držet
Cílová cena (12M):	484 Kč
Aktuální cena: (18. 12. 2025, 16:25)	486 Kč
Potenciální výnos:	-0,4 %
Datum vydání	19. 12. 2025
Předchozí doporučení (16.1.2025):	410 Kč (Držet)

Základní informace

Odvětví:	Výroba nápojů
Počet akcií:	22,29 mil. ks
Free float (odhad):	~27 %
Tržní kapitalizace:	10,9 mld. Kč
Roční minimum: (18. 12. 2024)	389 Kč
Roční maximum: (7. 7. 2025)	546 Kč
Informace pro investory:	investor.kofola.cz/

Roční vývoj akcie

Kofola ČeskoSlovensko a.s.
vývoj akcie v Kč



Zdroj: Bloomberg

V naší nové analýze na akcie společnosti Kofola ČeskoSlovensko zvyšujeme cílovou cenu ze 410 Kč na 484 Kč a potvrzujeme doporučení „držet“.

Kofola letos svými výsledky hospodaření zaostává za očekáváním, od příštího roku však bude mít ambici opět se vrátit na růstovou trajektorii. Vidíme pro to základní předpoklady:

- Růst české ekonomiky, nízká inflace, příznivá dynamika reálných mezd, to vše vytváří solidní předpoklady pro oživení poptávky po nápojích na stěžejním tuzemském trhu.
- Ambice výrazněji posílit na slovenském pivním trhu.
- Rostoucí potenciál nově budovaného segmentu nápojových a jídelních automatů. Impuls v tomto směru dodává akvizice Aso Vending, slovenské jedničky trhu.
- Stabilní ceny vstupů, přesun poplatku na OZE na stát sníží náklady na energie.

Hospodaření: Kvůli souběhu několika negativních faktorů, jako všeobecně slabší poptávka po nealko nápojích, výpadek exportů v pivním segmentu či větší než očekávaný negativní dopad slovenské daně z cukru, Kofola letos nenaplní své původní cíle a dle našich odhadů směřuje k poklesu tržeb o 4,3 % na 10606 mil. Kč a snížení EBITDA o 5,5 % na 1749 mil. Kč. Již od příštího roku však ze strany managementu vnímáme ambici opětovně nastartovat pozitivní dynamiku hospodaření. Očekávané mírné ožívování poptávky na hlavním českém trhu a posléze postupně i na Slovensku, rozvoj nového vendingového segmentu podpořeného novou akvizicí slovenské jedničky trhu Aso Vending, snaha více proniknout na slovenský pivní trh a také absence výraznějších negativních cenových šoků materiálových vstupů a energií. To vše podle našich odhadů bude znamenat v roce 2026 posun provozní ziskovosti do blízkosti 1840 mil. Kč a v letech 2027, resp. 2028 pak blíže k úrovni 1900 mil. Kč, resp. do intervalu 1900 – 2000 mil. Kč.

Valuace: Byť oproti předchozí analýze snižujeme výhled provozní ziskovosti na nejbližší období, tzn. roky 2025 a 2026, ve střednědobém horizontu (roky 2027 a 2028) ponecháváme potenciál dosažení EBITDA zisku v blízkosti 1900 mil. Kč, resp. 1900 – 2000 mil. Kč. Kofolu v dnešní podobě vnímáme jako široce profilovanou nápojářskou společnost, která je svou produktovou, segmentovou a geografickou diverzifikací schopna efektivně odolávat případným negativním vlivům s pozitivním dopadem do stabilizace hospodaření. Loňská větší akvizice v podobě Pivovarů CZ se dobře etablovala do celé skupiny, pozitivně vnímáme nově se utvářející perspektivní vendingový byznys. Proto v našem modelu ocenění přistupujeme k normalizaci dlouhodobé míry růstu z dříve konzervativní úrovně 1 % na 2 %. To, spolu s mírným snížením diskontní sazby a udržením potenciálu EBITDA v rozmezí 1900 – 2000 mil. Kč, posouvá naši cílovou cenu na akcie Kofoly z úrovně 410 Kč na 484 Kč.

Rizika: Na Slovensku chystaný přesun slazených nápojů do vyšší sazby DPH.

Klíčové ukazatele	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Tržby (mil. Kč)	6 636	7 875	8 690	11 082	10 606	11 248	11 739	12 189
EBITDA (mil. Kč)	1 128	1 110	1 253	1 851	1 749	1 843	1 884	1 964
Čistý zisk (mil. Kč)	237	214	336	540	551	559	576	629
Zisk na akcii (v Kč)	10,6	9,6	15,1	24,2	24,7	25,1	25,8	28,2

Zdroj: Kofola, projekce Fio banka

Obsah

Obsah	2
SWOT analýza	3
Výhled hospodaření	4
Letos na provozní úrovni korekce z loňských rekordních čísel	4
Od příštího roku ambice odrazit se k opětovnému růstu	5
Oživení poptávky v nealko segmentu na stěžejním českém trhu, rizikem zůstává Slovensko	5
Ambice znovu nastartovat exporty piva	6
Nový vendingový segment	7
Stabilní ceny vstupů a příznivý vývoj cen energií	7
Dividendová politika	8
Konkurenční srovnání	10
Ocenění společnosti	11
Citlivostní analýza	12

SWOT analýza

Silné stránky

Etablovaná společnost na trhu nealkoholických nápojů.
Značka Kofola je všeobecně pozitivně vnímána širokou veřejností.
Výrazné postavení na trhu, jednička na slovenském a slovinském trhu, dvojka na českém trhu.
Produktová, segmentová, výrobní a geografická diverzifikace.
Silná pozice v profitabilním segmentu HoReCa.
Dlouhodobé zkušenosti s akvizicemi, schopnost efektivně začleňovat nové značky a produkty do stávajícího portfolia a obchodního modelu.

Slabé stránky

Obtížnější pozice na chorvatském trhu, kde Kofola nepatří mezi lídry trhu.
Silná pozice maloobchodních řetězců vytvářející tlak na marže.
Konkurence globálních značek.
Určitá míra citlivosti výsledků hospodaření na počasí, zejména v letní sezóně.

Příležitosti

Rozvoj pivního segmentu po akvizici společnosti Pivovary CZ.
Rozvoj v segmentu nápojových a jídelních automatů po akvizicích společností Mixa Vending a Aso Vending.
Potenciál dalšího posilování pozice v HoReCa a exportu díky synergiím s novým pivním segmentem.
Díky segmentu Fresh&Herbs možnost nadále participovat na potenciálu dalšího růstu poptávky po zdravém životním stylu.

Hrozby

Zvyšování DPH na slazené nápoje 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.
Vývoj cen materiálů a komodit (PET, cukr a ostatní sladidla, energie).
Obecně nepříznivě se vyvíjející makroekonomika může negativně působit na spotřebitelský sentiment.
Prodej 4,5% balíku vlastních akcií držených 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.

Výhled hospodaření

Letošní ambice směrem k vývoji EBITDA zhatí souběh několika negativních faktorů od nepříznivého vývoje poptávky v hlavním nealko byznysu, poklesu exportů piva až po nepřející počasí v jarních a letních měsících.

Letos na provozní úrovni korekce z loňských rekordních čísel

Do letošního roku management společnosti vstoupil s ambicemi překonat loňské rekordní výsledky. V únoru zveřejněný výhled provozního zisku EBITDA v rozmezí 1900 – 2000 mil. Kč při 3% růstu tržeb vyzníval velmi slušně. V průběhu roku se však ukázalo, že souběh několika negativních faktorů neumožní posunout provozní ziskovost z loňských silných 1851 mil. Kč, resp. tržby z úrovně 11 082 mil. Kč.



Výraznější dopady slovenské daně z cukru do spotřeby, než se předpokládalo, nad očekávání negativní spotřebitelský sentiment v tuzemském nealko byznysu, nepříznivý vývoj poptávky v pivním segmentu umocněný výraznějšími poklesy v exportech a rovněž např. ukončení spolupráce s jedním z významných maloobchodních zákazníků v Adriatiku, to vše velmi pravděpodobně způsobí pokles výnosů a EBITDA za rok 2025.

Již letos v září jsme pod vlivem nevýrazného prvního pololetí korigovali naši predikci EBITDA zisku z hladiny 1883 mil. Kč do rozmezí 1750 – 1850 mil. Kč. Kofola ještě tehdy měla ambici dosáhnout na EBITDA v blízkosti 1900 mil. Kč při mírném 1,5% růstu výnosů. V listopadu však ze strany managementu již přišla korekce prognózy provozní ziskovosti na 1750 mil. Kč a indikace poklesu tržeb o 4 %. S těmito čísly se ztotožňujeme a aktuálně s nimi počítáme v našich prognózách pro rok 2025.

Minimálně stabilní úroveň, resp. mírný růst však očekáváme na úrovni čistého zisku. Námi predikovaných 551 mil. Kč (jde o číslo po nekontrolních podílech, tedy zohledňující skutečnost, že Kofola vlastní v Pivovarech CZ pouze 51 %) by znamenalo lehké zvýšení oproti 540 mil. Kč vykázaných v roce 2024.

Nejvýraznější pozitivní dopad do čisté ziskovosti předpokládáme zejména ze strany nad očekávání příznivého vývoje kurzových či přeceňovacích vlivů, tedy faktorů mající spíše jednorázový a mimořádný charakter. Podporou by dle našich odhadů měly být nicméně také klesající úrokové náklady, když i přes nárůst objemu bankovních úvěrů předpokládáme pozitivní dopad nižších úrokových sazeb. Podle našeho názoru přispěje rovněž organická dynamika plynoucí z loňské akvizice tuzemské Mixa Vending, tedy vendingového byznysu spočívajícího v provozování nápojových a jídelních automatů. A také efektivní daňová sazba by se

Příznivý vývoj ve finanční části výsledovky, z velké části daný i jednorázovými příznivými kurzovými a přeceňovacími vlivy, má potenciál podržet letošní čistý zisk poblíž velmi slušné loňské úrovně.

z našeho pohledu měla normalizovat z loňských vysokých 30 % k úrovni kolem 25 % a podpořit tak konečný výsledek hospodaření. I přes pokles provozní ziskovosti tedy pozorujeme potenciál udržení čistého zisku na solidní úrovni.

Od příštího roku ambice odrazit se k opětovnému růstu

Z posledních vyjádření managementu společnosti vnímáme ambici se odrazit od letošních nevýrazných provozních výsledků hospodaření. Kofola v příštím roce plánuje oživit produktové nealko portfolio, bude se chtít např. více prosazovat v perspektivním segmentu funkčních vod (tzn. vody obohacené o vitamíny a přírodní extrakty). V pivním segmentu si Kofola slibuje pozitivní efekty plynoucí z rebrandingu svých značek Zubr a Holba, obdobné investice do rozvoje chystá letos také u své třetí pivní značky Litovel. To vše s jasným cílem podpořit poptávku po svých produktech a být připravena na případné oživení spotřebitelského sentimentu v nápojářském odvětví.

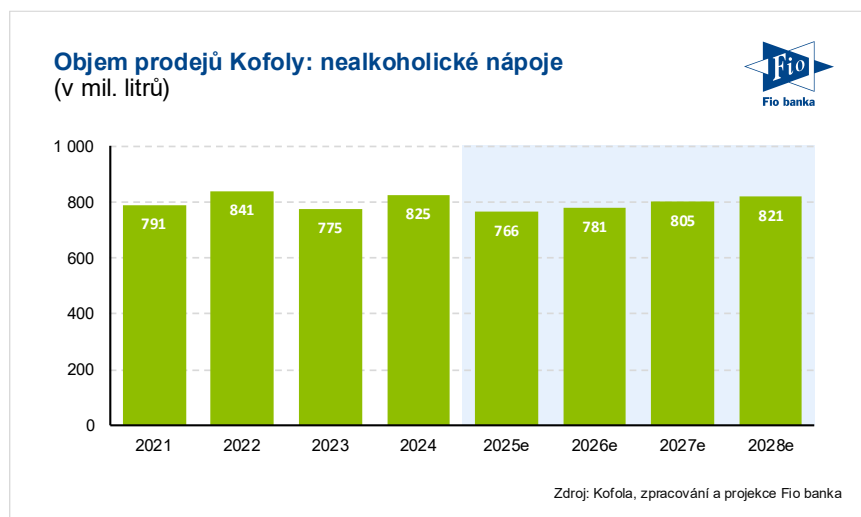
Oživení poptávky v nealko segmentu na stěžejním českém trhu, rizikem zůstává Slovensko

Spotřebitelský sentiment byl letos překvapivě slabý, zejména na stěžejním českém trhu. Přitom tuzemské makroekonomické podmínky byly a nadále jsou vesměs příznivé: zkrácená inflace, růst reálných mezd a disponibilního příjmu domácností, solidní dynamika maloobchodních tržeb. Nic nenasvědčuje tomu, že by tento příznivý tuzemský makroekonomický mix měl přestat. Vytváří se tak předpoklady pro zotavení poptávky po nealko nápojích. Zhruba 3% růst objemu na českém trhu je z našeho pohledu pro Kofolu dosažitelný, rovněž očekáváme alespoň mírné zotavení poptávky v adriatickém regionu s cca 2 – 3% růstem.

Příznivý vývoj tuzemské makroekonomiky vytváří předpoklady pro oživení poptávky po nealkoholických nápojích.

Pokračující vládní fiskální opatření na Slovensku jsou naopak nadále rizikem pro tamní poptávku.

Riziko nadále spatřujeme na Slovensku. Hlavní poptávkový šok v podobě letošního zavedení daně z cukru by měl již odeznívat, na druhou stranu v rámci nově vznikajícího konsolidačního balíčku se chystá přesun slazených nápojů z 19% do 23% sazby DPH. To pravděpodobně znamená další zdražení a další tlak na poptávku, byť již nikoliv tak výrazný jako v případě velmi razantní daně z cukru. Na Slovensku, kde Kofola realizuje zhruba 26 % z celkového objemu prodeje nealkoholických nápojů, tak z důvodu vládních fiskálních rizik neočekáváme oživení poptávky, ale stagnaci. Pokud se však naplní naše předpoklady o oživení poptávky ve stěžejním Česku (cca 54 % celkových objemů) a Adriatiku, pak Kofola dle našich odhadů směřuje v příštím roce k růstu prodeje o 2 % na hladinu kolem 781 mil. litrů.



Se zlepšenou dynamikou slovenské poptávky počítáme v našich predikcích od roku 2027, alespoň zhruba 2% růst tamních objemů je z našeho pohledu dosažitelný. V kombinaci s udržením dynamiky prodejů v ČR, resp. ve Slovinsku a Chorvatsku kolem 3 – 4 %, resp. 2 – 3 % se pak objemy prodejů mohou dle našich odhadů v letech 2027 a 2028 vracet přes hladinu 800 mil. litrů (+ 3 % y/y), resp. k hranici 820 mil. litrů (+2 % y/y). Tedy na úroveň roku 2024.

Ambice znovu nastartovat exporty piva

Dalším katalyzátorem budoucího zotavení hospodaření je pivní segment, zejména pak postupné zlepšení jeho exportů. Pivní segment, výrazný pilíř hospodaření v roce 2024, letos trpí zejména výpadkem exportů do východní Evropy (mělo by se jednat zejména o pokles objemů do Polska). To podle našich odhadů vyústí za celý rok 2025 ve snížení exportních objemů o cca 25 % (cca 8 mil. litrů) na zhruba 26 mil. litrů (260 tis. hl). Po silném roce 2024 navíc letos koriguje i celý tuzemský pivní trh, což negativně ovlivňuje i výsledky Kofoly. Včetně prodejů v ČR tak Kofola ve svém pivním segmentu podle našich odhadů letos zaznamená 12% pokles objemů na cca 78 mil. litrů.

Kofola oznámila záměr výrazněji navýšit exporty na Slovensko. Doposud tam vyváží necelá 2 % své produkce. V nealko segmentu má Kofola na slovenském trhu výsadní postavení. Je zde jedničkou trhu v maloobchodu i gastro segmentu, disponuje rozsáhlou distribuční sítí. Právě silné postavení v tamním gastru spatřujeme jako hlavní výhodu. Základní předpoklady se výrazněji prosadit na slovenském pivním trhu jsou tak podle našeho názoru vytvořeny. Management Kofoly hovoří i o založení tamní samostatné entity, jež by napomohla k efektivnímu řízení prodejních procesů.

Další ambicí v rámci exportní strategie je postupně více posilovat prodej vlastních značek na úkor privátních s cílem vylepšovat marže a profitabilitu plynoucí z vývozu. Prodeje do zahraničí pod privátními značkami tamních distributorů a maloobchodníků sice z krátkodobého pohledu mohou podporovat objemy, ale ve výsledku tlumí profitabilitu. Záměrem Kofoly je postupně otáčet trend a navyšovat na regálech zahraničních maloobchodníků podíl svých značek. Zvyšování povědomí o vlastních značkách v zahraničí pak z dlouhodobého pohledu vytváří potenciál jak do marží, tak do objemů.

Pivovary CZ je dobře zainvestovanou společností, jejíž roční produkční kapacita se pohybuje kolem 100 mil. litrů (1 mil. hl). Během tří let postupně

Pivní segment Kofoly má slušný potenciál rychle se vrátit na růstovou trajektorii díky ambicím výrazněji navýšit exporty na Slovensko.

nahradiť letošný výpadek exportů v celkovém objemu cca 8 mil. litrů by tak neměl být z kapacitních důvodů problém. V kombinaci s předpokládaným mírným oživením tuzemského pivního trhu pak odhadujeme o něco příznivější dynamiku v prodeji piva, než očekáváme v nealko byznysu. V roce 2026 tak predikujeme navýšení objemů prodeje piva o 3,8 % na 81,1 mil. litrů, v letech 2027 a 2028 pak předpokládáme zvýšení tempa růstu o 4,9 %, resp. 5,9 % na 85,1 mil. litrů, resp. 90,1 mil. litrů.

Nový vendingový segment

Kofola utváří nový perspektivní segment vendingových služeb (nápojové a jídelní automaty). K menší akvizici tuzemské Mixa Vending Kofola přibírá slovenskou jedničku Aso Vending.

Vendingový segment, neboli segment nápojových a jídelních automatů. To je byznys, do kterého Kofola vstoupila již začátkem roku 2024 prostřednictvím akvizice 49% podílu v tuzemské Mixa Vending. Působnost v tomto segmentu dále významně rozšířila letos, když v polovině srpna koupila 100% podíl ve slovenské jedničce trhu Aso Vending. Kofola si tak v tomto byznysu buduje pozici, vidí v něm poměrně výrazný růstový potenciál. Prostor pro další růst poptávky po vendingových službách management společnosti pozoruje např. ve vesnických lokalitách, kde prodejní automaty mohou vlivem nedostatku pracovních sil postupně čím dále více doplňovat či úplně nahrazovat klasické regionální prodejny. Postupně rozšiřující se portfolio produktů nabízených v automatech (např. hotová jídla) pak umožňuje nadále více rozvíjet vendinové služby např. v průmyslových a dalších podnikových areálech. Vývoj nových technologií umožňující efektivnější monitoring automatů, efektivnější doplňování s pozitivním dopadem do celé jejich logistiky pak přináší nový potenciál do profitability.

Kofola akvizovala společnost, jejíž roční tržby a EBITDA zisk se v roce 2024 pohybovaly kolem 450 mil. Kč, resp. 50 mil. Kč. Výše zmíněné možnosti růstu včetně synergií s hlavním nápojářským byznysem Kofoly pak podle našich předpokladů povedou za období 2024 – 2028 k ročnímu růstu tržeb v průměru o 7,5 %, v absolutních číslech by to znamenalo v příštím roce posun výnosů přes hranici 500 mil. Kč a následné směřování k úrovni 600 mil. Kč. Provozní ziskovost se pak dle našich odhadů ve střednědobém horizontu dostává k cca 70 – 80 mil. Kč, včetně příspěvku tuzemské Mixa Vending se pak může vytvářet segment s příspěvkem do hrubé ziskovosti celé Kofoly kolem 100 mil. Kč.

Stabilní ceny vstupů a příznivý vývoj cen energií

Počítáme s příznivým vývojem nákladů na energie v roce 2026, navíc zesílený avizovaným přesunem poplatků na podporované zdroje energie na stát.

Provozní ziskovost by neměla být v příštím roce negativně ovlivňována výraznými cenovými výkyvy vstupních materiálů. Management Kofoly v listopadovém hovoru s analytiky mluvil o stabilním vývoji cen vstupů. Nasmlouvané ceny cukru pro rok 2026 by měly vykazat růst pouze o 1 – 2 %, nepříznivé cenové tlaky nepozorujeme ani u PET obalů, solidní tuzemská úroda chmele zřejmě nebude vytvářet cenové tlaky ani v pивním segmentu.

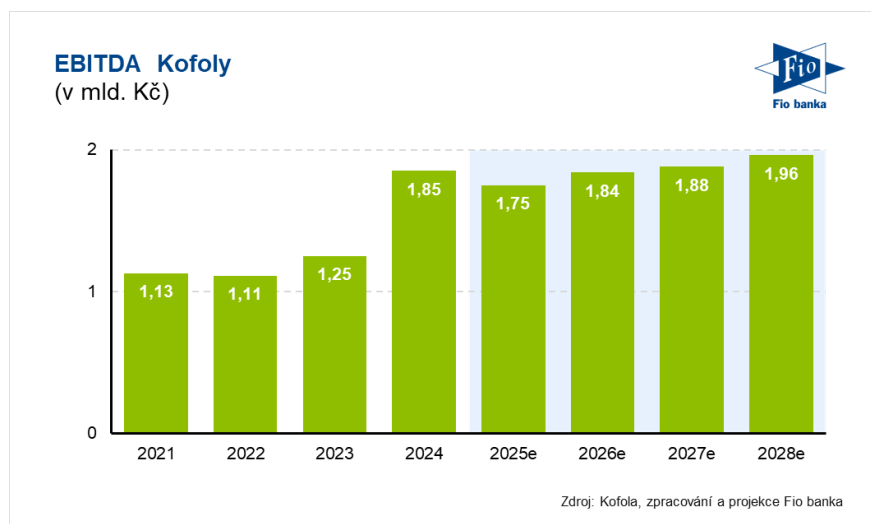
Příznivý vývoj pozorujeme na trhu s elektřinou. Nejenže ještě vidíme určitý mírný potenciál pro pokles silové složky ceny, dle aktuálního rozhodnutí ERÚ by v příštím roce mělo dojít rovněž k lehkému poklesu regulované složky. Navíc ve svých odhadech na rok 2026 nepočítáme s náklady na podporované zdroje energie. Tyto náklady by dle programového prohlášení nové české vlády měly přejít od roku 2026 na stát. Nová vláda avizuje, že to je jeden z prvních kroků, které bude chtít prosadit. Celkově odhadujeme, že Kofola bude mít v příštím roce o cca 40 mil. Kč nižší náklady na energie, což vnímáme jako velmi solidní impuls do provozní ziskovosti. Ani do nejbližších let v našich předpokladech zatím

neočekáváme nějaké výrazné negativní cenové šoky v cenách vstupů. Obdobně to vidíme i u cen energií. Globální nabídka zemního plynu je dostatečná, konflikt na Ukrajině již delší čas nevytváří pnutí na trhu s plynem, potažmo elektřinou. Situace na energetickém trhu by tak podle našeho názoru měla být nadále stabilizovaná.

V příštím roce očekáváme zotavení hospodaření, konkrétně růst tržeb o 6 % na 11248 mil. Kč a zvýšení EBITDA zisku o 5,4 % na 1843 mil. Kč.

Střednědobě pak předpokládáme návrat k původním cílům, tedy posun EBITDA do blízkosti 1900 mil. Kč, resp. 1900 – 2000 mil. Kč.

Vlivem výše uvedených faktorů, včetně námi předpokládaného nadále příznivého trendu hospodaření v segmentu Fresh&Herbs (byť po silném období 2023 – 2025 s dvojciferným tempem růstu tržeb očekáváme přirozené zvolnění dynamiky k jednocifernému růstu v řádu středních až nižších jednotek procent), v příštím roce predikujeme růst tržeb Kofoly o 6 % na 11248 mil. Kč a zvýšení EBITDA o 5,4 % na 1843 mil. Kč. Výhled na příští rok by měl management Kofoly tradičně zveřejnit v únoru. Řečí intervalového rozpětí se domníváme, že Kofola by mohla stanovit svou predikci EBITDA na rok 2026 do intervalu 1800 – 1850 mil. Kč s tím, že horní hranu intervalu vidíme reálněji. V letech 2027 a 2028 pak odhadujeme posun tržeb k hladině 12000 mil. Kč a navýšení provozní ziskovosti k úrovni 1884 mil. Kč, resp. 1964 mil. Kč. Neboli očekáváme, že Kofola se na úrovni EBITDA bude vracet k číslům kolem 1900 mil. Kč, resp. 1900 – 2000 mil. Kč. Tedy k úrovním, které plánovala naplnit již v letošním roce.



Dividendová politika

V příštím roce odhadujeme dividendu na dolní hraně rozpětí 18 – 21 Kč. K opatrnějšímu pohledu nás nutí především letošní klesající provozní ziskovost, rostoucí zadlužení a možné akviziční ambice.

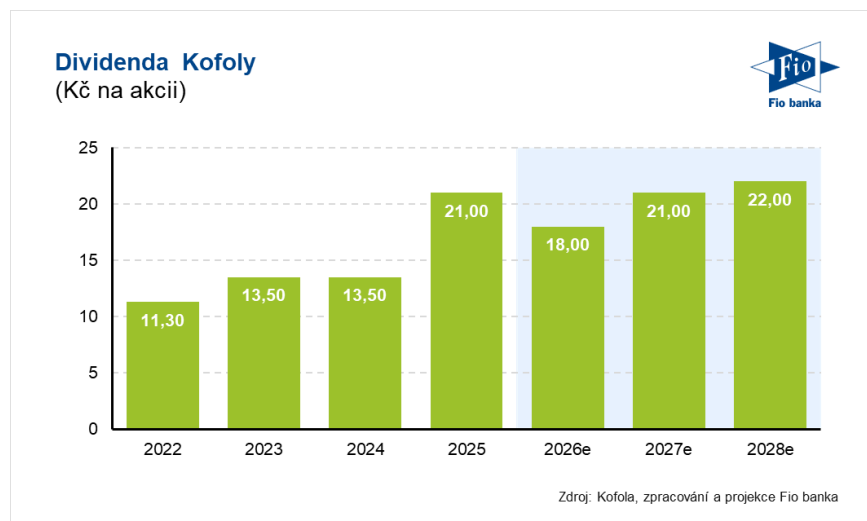
V roce 2027 a 2028 pak počítáme s dividendou 21 Kč, resp. 22 Kč na akcii indikující 4,3 – 4,5% výnos.

Kofola letos pozitivně překvapila celkovou dividendou ve výši 21 Kč na akcii. Reflexe předloňských rekordních výsledků hospodaření, příznivý vývoj cash flow a klesající zadlužení přiměla management k rekordní dividendě. Trh bude v očekávání, zda se Kofole podaří v příštím roce dividendu udržet na letošní úrovni. V našich aktuálních predikcích pro rok 2026 jsme, v kontextu letošního nepříznivého vývoje provozní ziskovosti, lehce opatrnější. Naš odhad stanovujeme do rozmezí 18 – 21 Kč na akcii, přičemž v rámci základního scénáře konzervativně očekáváme 18 Kč, což by indikovalo 3,7% dividendový výnos.

Klesající provozní hospodaření v letošním roce, postupný růst zadlužení z 2,1x na 3,1x EBITDA vykázaný ke konci září či v příštím roce podle našich odhadů, i vlivem budování nového sídla ve Vítkovicích, doznívající vyšší objem CAPEX, to vše nás vybízí k určité opatrnosti vůči odhadu dividendy v příštím roce. Příliš se při prognóze dividendy nevážeme ani na vývoj letošního čistého zisku, jenž by se dle naší predikce sice mohl udržet poblíž loňské vysoké úrovně, nicméně podle našeho názoru to bude dáno

i příznivými jednorázovými faktory jako jsou měnové a přeceňovací vlivy. Obezřetnější ohledně dividendy v příštím roce jsme i z důvodu potenciální akviziční aktivity. Z komunikace s managementem Kofoly vnímáme akviziční monitoring, ostatně sama společnost letos projevila zájem o producenta minerálních vod BHMW. Proto základní odhad dividendy držíme u dolní hranice výše uvedeného rozpětí.

V roce 2027, resp. 2028 již ale pod vlivem námi předpokládané pozitivní dynamiky provozní ziskovosti a s tím spojeného poklesu zadlužení do blízkosti 2,5x EBITDA očekáváme směřování dividendy k úrovni 21 Kč, resp. 22 Kč. To dle našich odhadů odpovídá zhruba 80% výplatnímu poměru a značí to 4,3 – 4,5% dividendový výnos.



Konkurenční srovnání

Níže uvedená tabulka naznačuje, že akcie Kofoly se aktuálně obchodují na relativně vyšších hodnotách, resp. vezmeme-li v potaz ukazatel P/E, tak v podstatě není zřetelný diskont vůči trhu. Kofola se svým P/E 25, resp. P/E 26 na úrovni 19,7x, resp. 19,4x dokonce převyšuje medián trhu dosahující 17,6x, resp. 17,1x a spíše je v blízkosti tržního průměru ve výši 21x P/E 25, resp. 19,2x P/E 26. I když námi odhadovaný zisk na akcii neočistíme o nekontrolní podíly související s vlastnictvím Pivovarů CZ (jinými slovy počítáme-li s plným čistým ziskem jako kdyby Kofola držela v Pivovarech 100% podíl), tak se P/E Kofoly se svou úrovní kolem 17,7x nedostává pod tržní medián. Optikou ukazatele P/E se tak akcie Kofoly jeví na současné tržní ceně v blízkosti 490 Kč jako férově oceněné. Pokud bychom přeci jen chtěli nastínit určitý potenciál, pak v případě ocenění Kofoly dle průměrného tržního násobku ve výši 21x P/E 25 vychází hodnota na úrovni 519 Kč. Je však nutno brát v potaz, že tržní průměr je ovlivněn vysokými násobky velkých zahraničních korporací jako jsou např. Coca-Cola, Monster Beverage či Fevertree Drinks.

V případě ukazatele EV/EBITDA je stále patrný určitý diskont vůči trhu. Jednak se zde zřejmě projevuje efekt obecně vyššího nacenění globálních nápojových firem a jednak násobky Kofoly jsou tlačeny níže plnou konsolidací provozního zisku Pivovarů CZ do EBITDA Kofoly, navzdory pouze 51% podílu Kofoly v této pivovarské společnosti. Selektivní pohled nicméně ukazuje, že ve srovnání s některými zahraničními konkurenty, jako jsou např. britské firmy A.G.Barr nebo Nichols, akcie Kofoly levnější nejsou. Pro zajímavost v tabulce uvádíme i dánskou pivovarskou skupinu Carlsberg, která nedávnou akvizicí společnosti Britvic výrazněji vstoupila do nealko segmentu. Akcie Carlsberg jsou s násobkem 9,7x EV/EBITDA 25, resp. 9,2x EV/EBITDA 26 obdobně naceněné jako Kofola.

Konkurenční srovnání						
	EV/EBITDA		P/E		EBITDA marže	Dividendový výnos 2025
	e2025	e2026	e2025	e2026	e2025	
Coca-Cola Co	20,9	19,3	23,7	22,0	33,5 %	2,9 %
PepsiCo Inc.	13,9	13,0	18,6	17,7	19,2 %	3,7 %
Keurig Dr Pepper Inc.	11,5	10,6	14,2	13,6	29,4 %	3,2 %
Monster Beverage	26,9	24,4	37,6	33,5	31,9 %	-
Danone	13,0	12,4	20,3	18,9	17,4 %	2,8 %
Suntory Beverage	6,1	5,7	16,6	15,3	14,0 %	2,6 %
Carlsberg	9,7	9,2	14,6	13,4	20,8 %	3,2 %
A.G.Barr	8,7	8,0	14,3	13,3	17,8 %	2,7 %
Nichols Plc	9,1	8,3	14,4	13,6	18,0 %	3,3 %
Fevertree Drinks	18,8	16,7	36,0	30,2	11,8 %	2,1 %
Průměr	13,9	12,8	21,0	19,2	21,4 %	2,7 %
Medián	12,3	11,5	17,6	17,1	18,6 %	2,9 %
Kofola	9,2	8,8	19,7	19,4	16,5 %	4,6 %

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 premie. Základem pro určení rizikové premie je součet rizikové premie USA a rizikové přírážky ČR (zdroj: Damodaran). Riziková premie 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 (0,50) a následné úpravy zohledňující poměr čistého dluhu a tržní hodnoty vlastního kapitálu (equity) Kofoly. Výsledkem je dosažení zadlužené bety pro jednotlivé roky v rozmezí 0,67 – 0,66.

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

Model diskontovaného cash flow			
mil. Kč	2026	2027	2028
EBIT	1104	1133	1212
efektivní daňová sazba (%)	25,0	25,0	25,0
NOPAT	828	850	909
odpisy	738	751	752
změna ČPK	-21	-17	-16
CAPEX	829	716	746
FCFF	758	902	931
FCFF(t+1)	949		
terminální hodnota (k 1. 1. 2029)	17 319		
enterprise value (k 1. 1. 2026)	16 137		
čistý dluh (k 1. 1. 2026)	4 958		
equity příp. nekontrolním podílům	386		
equity value (k 1. 1. 2026)	10 793		
počet akcií (mil. ks)	22,3		
cílová cena (Kč)	484		

zdroj: odhady a výpočty Fio banka

Kalkulace diskontního faktoru v podobě WACC

	2026	2027	2028
bezriziková výnosová míra (%)	4,40	4,20	4,00
riziková prémie USA (%)	3,99	3,99	3,99
riziková přírážka ČR (%)	0,89	0,89	0,89
riziková prémie celkem (%)	4,88	4,88	4,88
beta	0,67	0,67	0,66
specifická přírážka (%)	2,00	2,00	2,00
náklady vlastního kapitálu (%)	9,68	9,45	9,21
náklady cizího kapitálu (%)	4,50	4,50	4,50
efektivní daňová sazba (%)	25,0	25,0	25,0
náklady CK po zdanění (%)	3,38	3,38	3,38
váha vlastního kapitálu	0,69	0,69	0,70
váha cizího kapitálu	0,31	0,31	0,30
WACC (%)	7,70	7,59	7,48

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				
	7,08%	7,28%	7,48%	7,68%	7,88%
1,6%	482	461	441	422	405
1,8%	506	483	462	442	423
2,0%	532	507	484	463	443
2,2%	560	533	508	485	464
2,4%	590	561	534	510	487

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.

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 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 reprodukování 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 zájmů 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. Přejme-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 akci 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/ipa-a-ostatni>.

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