

Ticker: COKE

# Coca-Cola Consolidated, Inc

## 금융 모델링 분석

### 회사 개요 (Company Overview)

Coca-Cola Consolidated, Inc. (COKE)는 미국 내 'The Coca-Cola Company' (KO)의 가장 큰 보틀러(bottler)이자 유통업체이며, 완제품 음료의 제조 및 물류에 중점을 두고 있습니다. 회사는 물류 중심의 사업을 운영하며, KO로부터 원액을 구매하고 14개 주와 워싱턴 D.C.의 약 6천만 소비자에게 300개 이상의 브랜드와 맛을 배달합니다. 회사의 수익성은 광범위한 유통망 내의 운영 효율성 및 공급망 관리에 크게 의존하며, 이는 브랜드 소유권보다는 실행력에 대한 투자임을 시사합니다.

### 밸류에이션 (Valuation)

Coca-Cola Consolidated, Inc. (COKE)의 목표 가격은 DCF(할인 현금 흐름) 모델과 P/E 모델의 합의 주가를 평균하여 \$158로 결정되었습니다. 현재 시장 가격인 \$164.94와 비교할 때, 주가는 본질 가치 대비 단지 3.8%의 프리미엄에 거래되고 있습니다. 이 작은 편차는 시장이 COKE의 펀더멘털을 FCF(잉여현금흐름) 창출을 기반으로 효율적이고 정확하게 반영하고 있음을 보여줍니다. 따라서, 본 리서치는 **\*\*Hold (보유)\*\***를 추천합니다.

작성자: 권준하

### 보유 / 매수 / 매도

목표주가: \$158

현재 주가: \$164.94

데이터 기준일: 11/26/2025

52주 주가 범위: \$10.21 ~ \$166.21

현재 주가: \$164.94

P/E 비율 (LTM): 20.4

베타 추정: 0.4

배당 수익률: 0.62%

2024 DPS: \$1

2024 P/S: \$2.21

EV/Sales: \$1.96

WACC: \$6.11

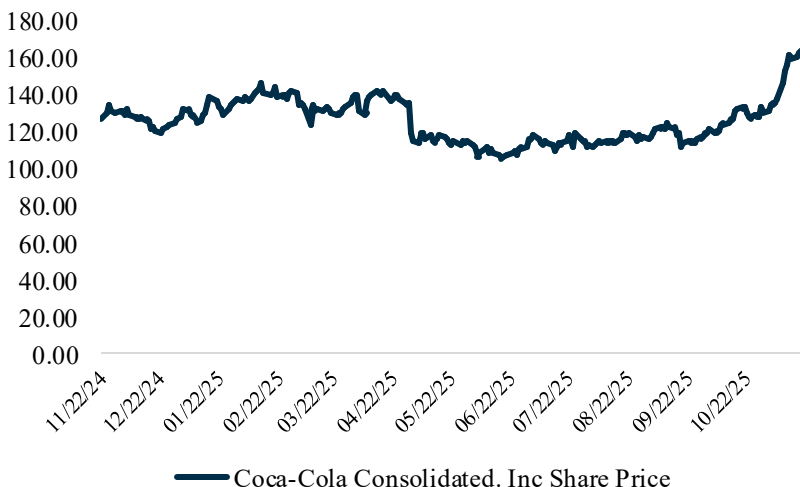
P/BV: \$6.23

자기자본가치: \$13,800.94

기업 가치: \$13,82.39

산업: Beverage Production

LTM Stock Price (FactSet)



Coca-Cola Consolidated, Inc Share Price

# CONTENTS

---

1. 기업 분석	3
2. P/E 모델	7
3. 배당 할인 모델	8
4. 현금 흐름 할인 모델	11
5. 결론	14

# 기업 분석

- 재무제표 분석
- 예측 분석

# 기업 분석

## 매출 전망

Coca-Cola Consolidated, Inc. (COKE)의 미래 매출을 추정하는 것은 할인 현금 흐름 모델링의 핵심 요소이며, 매출 증가율은 최근 2022년 11.48%에서 LTM 2025년 2.37%로 감소하는 추세를 보이고 있습니다. COKE의 10-K 보고서에 따르면, 경영진은 이러한 성장률 감소의 이유가 주요 브랜드의 부진과 제품 믹스 변화 때문이라고 주장하며, 이러한 이유들로 인해 출하량이 감소하여 고정된 유통 자산 및 역량의 비효율적 활용으로 인한 매출총이익률 및 영업이익률에 대한 압박이 발생하고 있습니다. 하지만 본 보고서 작성자는 COKE가 궁극적으로 제품 믹스 변화 문제를 극복하고 적응하여 성장률을 6.24로 회복할 것이라고 믿는데, 이 6.24%는 2022년부터 2025년까지의 평균 성장률이며, 최근의 낮은 성장률이 영업 일수 감소, 명절 이동, 주요 브랜드의 특정 일시적 부진(Figure 1) 등 10-K에 언급된 일시적이고 핵심적이지 않은 문제들에 의해 크게 영향을 받았기 때문입니다.

## Financial Statements

S in millions	Actuals				Projections			
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	LTM 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Income Statement								
Revenues	6,201	6,654	6,900	7,070	7,511	7,812	8,046	8,247
COGS (excluding D&A)	3,748	3,879	4,058	4,128	4,430	4,608	4,746	4,864
Depreciation & Amortization	172	177	194	214	201	209	210	216
Gross Income	2,281	2,598	2,648	2,729	2,880	2,995	3,090	3,167
SG&A	1,637	1,762	1,727	1,801	1,914	1,990	2,050	2,101
EBIT (Operating Income)	644	836	922	928	967	1,005	1,040	1,066
Non operating Income	(9)	(118)	(3)	(2)	0	0	0	0
Interest Expense	25	0	2	22	20	20	20	20
Unusual Expense	35	160	60	73	82	82	82	82
Pretax Income	575	558	857	831	864	903	938	964
Income Taxes	145	149	224	218	225	235	245	251
Consolidated Net Income	430.20	408.40	633.20	612.30	638.82	667.40	693.15	712.37
Net Income	430.20	408.40	633.20	612.30	638.82	667.40	693.15	712.37
Margins/Growth Rates								
-								
Revenue Growth Rate	11.48%	7.30%	3.69%	2.47%	6.24%	4.00%	3.00%	2.50%
COGS (excluding D&A)	60.44%	58.30%	58.81%	58.38%	58.98%	58.98%	58.98%	58.98%
SG&A cost as a % of Revenue	26.40%	26.48%	25.03%	25.48%	25.48%	25.48%	25.48%	25.48%
Effective Tax Rate	25.20%	26.74%	26.09%	26.29%	26.08%	26.08%	26.08%	26.08%

(Figure 1 – FactSet)

# Company Analysis

## 순운전자본 전망

제공된 표는 COKE의 순운전자본(Net Working Capital, NWC) 구조를 분석하며, 역사적인 NWC 변동(Change in NWC)에서 상당한 변동성(예: 2023 회계연도에 \$165.80의 대규모 현금 유입에 이어 2024 회계연도에 \$165.60의 상응하는 유출이 발생했는데, 이는 유동 부채에 대한 중요하고 비반복적인 조정이 있었음을 시사)을 보여줍니다. 예측 기간 동안, 모델은 순운전자본이 매출액의 매우 낮은 수준으로 계산되어 안정화될 것으로 가정하며, 이는 이 자본 집약적인 유통업체에게 매우 효율적인 운전자본 관리를 의미합니다. 이러한 안정화로 인해 2025 회계연도에 큰 폭의 마이너스 조정으로 시작하여, 이후에는 지속적이지만 소규모의 긍정적인 증가(현금 유출을 필요로 함)가 발생하고 2029년까지 \$2.91로 점진적으로 감소하여, 장기적으로 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 창출을 증대시키는 결과를 낳습니다.

## Financial Statements

S in millions	Actuals			Projections				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Accounts receivable	606.30	659.30	683.50					
Inventories	347.50	321.90	330.40					
Other Current Assets	94.30	88.60	96.30					
Prepaid Expenses	0.00	0.00	0.00					
Non Cash Current Asset	1,048.10	1,069.80	1,110.20					
Accounts payable	514.50	523.10	522.10					
Other current liabilities	360.70	539.60	415.40					
Income Tax Payable	-	-	-					
Unearned Revenue	-	-	-					
Non interest bearing Current Liabilities	875.20	1,062.70	937.50					
NWC	172.90	7.10	172.70	102.34	108.72	113.07	116.47	119.38
% of Sale	0.03	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Change in NWC	45.40	(165.80)	165.60	(70.36)	6.38	4.35	3.39	2.91

(Figure 2 – FactSet)

# 밸류에이션

- P/E 모델
- 배당 할인 모델
- 현금 흐름 할인 모델

# 밸류에이션

## P/E 모델

COKE의 고유한 자산 집약적 사업 구조는 브랜드 소유 모델과 구별되므로, 비교 대상 그룹에는 주요 국제 보틀러들인 Coca-Cola FEMSA, Coca-Cola Europacific Partners, 그리고 Arca Continental이 포함됩니다. 순이익의 간단한 벤치마크를 제공하는 가장 널리 알려진 자기자본 가치평가 지표이기 때문에 주가수익비율(P/E ratio)을 사용하지만, 이 배수는 자본 집약적인 보틀링 산업에 내재된 높은 감가상각 및 상각 비용으로 인해 종종 왜곡되곤 합니다. 따라서 자본 구조 차이와 비현금성 비용을 정확하게 정규화하기 위해, 비교 분석은 주로 EV/EBITDA와 같은 기업 가치(Enterprise Value) 지표를 통해 검토되어야 합니다. 더 나아가, 독자는 최종 밸류에이션 배수를 평가할 때 각 국제 시장에 내재된 특정 지리적 및 경제적 위험(예: 통화 변동성 및 국가 위험) 또한 고려해야 합니다.

요청하신 이미지의 내용을 축소하지 않고 하나의 문단으로 번역한 결과는 다음과 같습니다. P/E 모델 분석 결과 P/E 모델은 COKE의 후행 함의 주가(trailing implied share price)가 \$88.47에서 \$172.53 사이이며, 선행 함의 주가(leading implied share price)는 \$92.35에서 \$147.51 사이임을 보여줍니다. 비교 대상 기업의 수가 적기 때문에, 중앙값(median value)을 사용하는 것이 더 정확할 수 있으므로, 비교 대상 그룹의 후행 P/E 중앙값인 15.81배를 사용했습니다. 이 중앙값을 COKE의 후행 EPS(Trailing EPS)에 적용한 결과 함의 주가는 \$99.44로 도출되었으며, 이는 현재 시장 가격인 \$163.91 (2025년 11월 26일 기준)과 비교할 때, 주식이 현재 약 39% 과대평가되어 있음을 시사합니다 (Figure 3).

Company	Stock Price	Earning Per Share (Trailing)	Earning Per Share (Leading)	P/E (Trailing)	P/E (Leading)
Coca-Cola Consolidated, Inc	164.34	6.29	6.46	26.13	25.44
Coca-Cola FEMSA	8.72	0.62	0.61	14.06	14.30
Coca-Cola Europacific Partners	91.34	3.33	4.00	27.43	22.84
Arca Continental	9.96	0.63	0.65	15.81	15.32
Maximum	91.34	3.33	4.00	27.43	22.84
Mean	36.67	1.53	1.75	19.10	17.48
Median	9.96	0.63	0.65	15.81	15.32
Minimum	8.72	0.62	0.61	14.06	14.30

	Implied Price (Trailing)	Implied Price (Leading)
Maximum	172.53	147.51
Mean	120.15	112.95
Median	99.44	98.99
Minimum	88.47	92.35

(Figure 3)

## P/E Model

# 밸류에이션

## 주당 배당금 전망

밸류에이션 모델을 위한 예상 주당 배당금(Dividends Per Share, DPS) 흐름을 도출하기 위해, 회사의 수익성을 확립하고 핵심 자본 배분 가정을 적용했습니다. 1. 주당 순이익(EPS)은 예상 손익계산서(Figure 1)의 예상 순이익을 총 발행 주식수로 나누어 산출되었습니다. 이 EPS 프로파일은 2025 회계 연도 \$8.12에서 2029 회계 연도 \$9.45로 증가하는 견고한 성장을 보여주며, 이는 COKE의 핵심 수익력 향상 기대를 반영합니다. 2. 계산은 COKE의 과거 관행 및 사업 특성과 일치하는 중요한 배당 정책 가정에 의존합니다. 본 보고서는 2022년부터 2024년까지의 배당성장 평균을 사용하여 전체 명시적 예측 기간 동안 보수적인 \*\*5%의 배당성장(Payout Ratio)\*\*을 활용했습니다. 이 낮은 배당성장은 보틀링 사업의 자본 집약적 특성과 일치하며, 경영진이 현재 수익의 대부분을 일상적인 주주 배당금으로 분배하기보다는 재투자(유보 이익) 및 성장 관련 자본 지출(CapEx)에 우선순위를 둔다는 것을 나타냅니다. 3. 예상 DPS는 이후 각 예측 연도의 해당 예상 EPS에 이 일정한 5% 배당성향을 적용하여 계산되었습니다 (Figure 4).

## DDM Model

		Actuals				Projections			
		FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
EPS	-	-	-	-	8.12	8.47	8.85	9.19	9.45
Payout Ratio	2%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
DPS		0.1	0.2	0.4	0.37	0.39	0.40	0.42	0.43

(Figure 4)



# 밸류에이션

## 배당 할인 모델 계산

예상 DPS를 Figure 4에서 사용하여 각 연도별 DPS의 현재 가치(Figure 5)를 계산할 수 있었습니다. 자기자본 비용(Cost of equity)은 CAPM을 사용하여 계산되었으며, **\*\*6.31%\*\***가 도출되었습니다. COKE의 Yahoo Finance 5년 평균 베타 0.40과 다모다란 교수의 시장 위험 프리미엄(MRP) 4.33% 및 위험 자유 이자율 4.58%(Figure 6)를 사용했습니다. COKE가 성숙 기업이고 매출 증가율이 매년 감소하고 있기 때문에 **\*\*2%의 영구 성장률(terminal growth rate)\*\***을 사용했습니다. 2%의 영구 성장률을 사용함으로써, 잔존 가치(terminal value)의 현재 가치는 \$7.52로 나왔습니다. 잔존 가치 \$7.52와 2025 회계 연도부터 2029 회계 연도까지의 현재 가치 합계를 더하면, 합의 주가는 \$8.88로 나옵니다 (Figure 7). 결과적으로 도출된 합의 주가 \$8.88은 현재 시장 가격보다 상당히 낮으며, 이는 DDM이 COKE에 적절한 밸류에이션 도구가 아님을 시사합니다. COKE의 낮은 배당성향과 높은 자본 지출(CapEx)로 인해, DDM은 유보 이익(retained earnings)과 잉여현금흐름(FCF)에서 파생되는 진정한 가치를 포착하지 못합니다.

## DDM Model

\$ in millions	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
DPS	0.37	0.39	0.40	0.42	0.43
Return on Equity	1.063	1.130	1.202	1.277	1.358
PV	0.35	0.34	0.34	0.33	0.32

(Figure 5)

Return on Equity	
Beta	0.40
Risk Free Rate	4.58%
Market Risk Premium	4.33%
Return on Euqity	6.31%

(Figure 6)

Terminal Value: Perpetuity Growth	
Terminal Growth Rate	2.00%
2029 Dividend * (1+g)	0.44
Terminal Value in 2030	10.22
PV of Terminal Value	7.52
Implied Share Price	8.88

(Figure 7)

# 밸류에이션

## 배당 할인 모델 민감도 분석

배당 할인 모델(Dividend Discount Model)의 민감도 분석은 \*\*자기자본 비용(cost of equity)\*\*과 \*\*영구 성장률(terminal growth rate)\*\*이 변할 때 함의 주가(implied share price)가 얼마나 변하는지를 보여줍니다.

## DDM Model

		Cost of Equity				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
Terminal Growth	1.5%	\$9.94	\$8.83	\$7.95	\$7.22	\$6.61
	2.0%	\$11.22	\$9.77	\$8.68	\$7.81	\$7.09
	2.5%	\$12.91	\$11.06	\$9.68	\$8.60	\$7.74
	3.0%	\$18.61	\$15.72	\$13.65	\$12.10	\$10.89
	3.5%	\$18.85	\$15.08	\$12.56	\$10.77	\$9.42

(Figure 8)

# 밸류에이션

## 잉여 현금 흐름 계산

## DCF Model

Figure 1과 Figure 2의 예상 EBIT 및 순운전자본(NWC)을 사용하여, COKE의 예상 영업현금흐름(operating cash flow)을 계산했습니다. COKE의 영업현금흐름은 2026 회계 연도 \$1,012.35에서 2029 회계 연도 \$1,027.03으로 증가할 것으로 예상됩니다. 잉여현금흐름(free cash flow)을 계산하기 위해, COKE의 \*\*5년 평균 자본 지출(CapEx)\*\*을 사용하여 예상 CapEx를 추정했습니다. 예상 CapEx를 공제한 후, 2026 회계 연도의 기업 잉여현금흐름은 \$696.35였습니다 (Figure 9). 이 FCF 흐름은 COKE의 낮은 배당성향 정책이 배당 할인 모델(DDM)을 비효율적으로 만들기 때문에 밸류에이션에 가장 중요한 지표입니다. 결과적으로, 이러한 FCF 예측치는 기업의 내재 가치(intrinsic value)를 결정하기 위한 DCF 분석의 핵심 입력값 역할을 할 것입니다.

S in millions	Projections			
	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
EBIT	966.53	1,005.19	1,040.03	1,066.03
Tax expense	225.38	235.47	244.55	251.33
EBIT (1-T)	741.15	769.73	795.48	814.70
Depreciation	200.84	208.87	210.46	215.72
Change in NWC	(70.36)	6.38	4.35	3.39
Operating Cash Flow	1,012.35	972.22	1,001.59	1,027.03
CapEx	316.00	316.00	316.00	316.00
Free Cash Flow	696.35	656.22	685.59	711.03
PV of Free Cash Flows	656.37	583.04	574.17	561.29

(Figure 9)

# 밸류에이션

## WACC

COKE의 자기자본 가치, 총 부채, CAPM(DDM 모델에서 가져옴), 그리고 부채 비용(A+ 신용 스프레드를 사용하여 산출)을 사용한 결과, WACC는 \*\*6.09%\*\*로 도출되었습니다 (Figure 10).

WACC	
Market Cap	12,436.48
Common Shares Outstanding	75.40
Price (as of Nov 26, 2025)	\$ 164.94
Total Debt	1,438.40
D+E	13,874.88
D/E	0.116
D/(D+E)	10.37%
Corporate Tax Rate	21.00%
Cost of Debt	5.28%
Credit Rating	A+
Credit Spread	0.70%
Risk Free Rate	4.58%
Market Risk Premium	4.33%
Beta	0.40
E/(D+E)	89.63%
Cost of Equity	6.31%
WACC	6.09%

(Figure 10)

## DCF Model

### 잔존 가치

배당 할인 모델(Dividend Discount Model)과 \*\*동일한 영구 성장률 2%\*\*를 사용하여, COKE의 기업 가치(enterprise value)는 \$16,372.58로 도출되었습니다 (Figure 11).

Terminal Value: Perpetuity Growth	
Terminal Growth Rate	2.00%
2029 FCF * (1+g)	725.25
Terminal Value in 2028	17,731.92
PV of Terminal Value	13,997.71
Enterprise Value	16,372.58

(Figure 11)

# 밸류에이션

## 내재 주가

Figure 11에서 계산한 기업 가치를 사용하여, 순부채를 공제하여 \$16,371.2의 자기자본 가치(equity value)를 얻었습니다. 이 가치를 발행 주식 수 75.4로 나누면, DCF는 COKE의 주가가 \$217.12여야 함을 시사합니다 (Figure 12). 이는 COKE가 \*\*31.64%의 상승 여력(upside)\*\*을 가지고 있음을 보여줍니다. 이 강력한 함의 상승 여력은 COKE의 효율적인 잉여현금흐름(FCF) 창출 및 지역적 지배력이 현재 시장에서 저평가되어 있다는 운영 가설을 입증합니다. 밸류에이션을 확정하기 위해, 합리적인 범위의 WACC(가중평균자본비용)와 영구 성장률(Terminal Growth Rate) 가정을 통해 내재 주가의 견고성을 테스트하는 민감도 분석이 수행되어야 합니다..

## DCF Model

Enterprise Value	
Sum of PV FCFF	2,374.9
PV of TV	13,997.7
Enterprise Value	16,372.6
Net Debt	1.4
Equity Value	16,371.2
Diluted Share #	75.4
Implied Pice	217.12

(Figure 12)

## 현금 흐름 할인 모델 민감도 분석

이 표는 DCF의 두 가지 핵심 가정인 \*\*영구 성장률(Terminal Growth, TGR)\*\*과 \*\*가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital, WACC)\*\*의 변화에 따라 내재 주가(implied share price)가 어떻게 변하는지를 보여주는 WACC 민감도 분석을 제시합니다. 기준 사례인 WACC 6.00%와 TGR 2%에서 주가는 \$222.02입니다. 이 분석은 WACC와 밸류에이션 간의 강력한 역(-)의 관계를 확인시켜 주며, 할인율의 작은 변화조차 최종 가격에 중대한 영향을 미친다는 점을 강조합니다 (Figure 13).

		WACC				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
Terminal Growth Rate	1.50%	\$225.07	\$200.02	\$179.99	\$163.60	\$149.94
	1.75%	\$238.45	\$210.37	\$188.20	\$170.26	\$155.44
	2.00%	\$253.75	\$222.02	\$197.34	\$177.59	\$161.44
	2.25%	\$271.40	\$235.21	\$207.54	\$185.69	\$168.01
	2.50%	\$291.99	\$250.29	\$219.02	\$194.70	\$175.24

(Figure 13)

# 결론

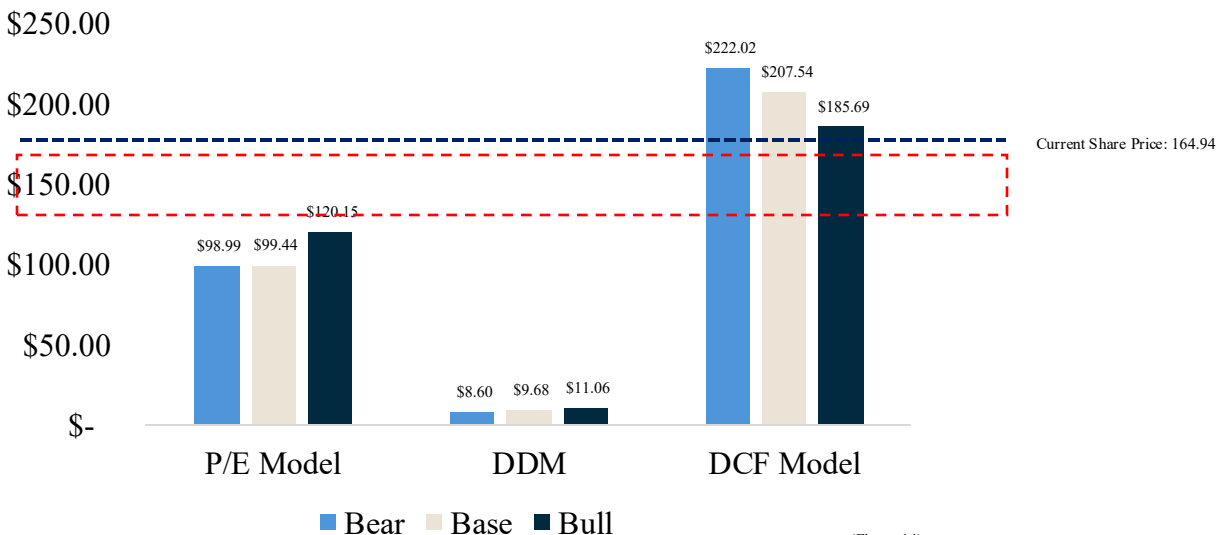
# 결론

## 세 가지 밸류에이션 모델 결론

이 표는 DCF의 두 가지 핵심 가정인 \*\*영구 성장률(Terminal Growth, TGR)\*\*과 \*\*가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital, WACC)\*\*의 변화에 따라 합의 주가(implied share price)가 어떻게 변하는지를 보여주는 WACC 민감도 분석을 제시합니다. 기준 사례인 WACC 6.00%와 TGR 2%에서 주가는 \$222.02입니다. 이 분석은 WACC와 밸류에이션 간의 강력한 역(-)의 관계를 확인시켜 주며, 할인율의 작은 변화조차 최종 가격에 중대한 영향을 미친다는 점을 강조합니다 (Figure 13).Coca-Cola Consolidated, Inc.의 예상 재무제표를 사용하여, P/E 밸류에이션의 합의 주가는 \$99.44로, DDM은 \$8.88로, 그리고 DCF는 \$217.12로 도출되었습니다. 세 가지 모델의 합의 가격 범위가 매우 넓음에도 불구하고, 이는 중요한 사실들을 보여줍니다. 배당의 중요성을 강조하는 보수적인 투자자들은 기업 가치를 \$8.88로 보는데, 이는 COKE의 낮은 배당성향 때문에 DDM이 근본적으로 부적절함을 확인시켜 줍니다. 성장 지향적인 투자자들은 DCF 모델에 의존하며, 시장이 아직 COKE가 운전자본 관리를 통해 미래에 창출할 막대한 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 잠재력을 깨닫지 못하고 있다고 믿습니다. 이 정보를 종합하여, COKE의 최종 예상 합의 주가 범위는 보수적인 P/E 값인 \$99.44와 DCF 값인 \$217.12 사이로 결론 내려집니다. 현재 시장 가격이 이 범위 내에 있다는 점을 감안할 때, 시장은 COKE를 공정하게 평가하고 있는 것으로 보입니다.

## Valuation Conclusion

### Implied Share Price



(Figure 14)