

# FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

2. prosince 2013

## Zvyšujeme cílovou cenu při snížení investičního doporučení z „Akumulovat“ na „Držet“

Jiří Šimara

Analytik

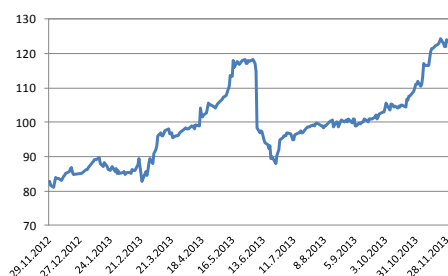
simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ:	DRŽET					
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA:	129 CZK	(v mil. EUR)	2012	2013e	2014e	2015e
Datum vydání analýzy:	2. prosince 2013	Přijaté sázky	467,9	552,4	574,5	597,5
Závěrečná tržní cena k 29. 11. 2013:	124,8 CZK	Gross Win	110,9	116,0	114,9	119,5
Potenciál k cílové ceně:	3,4 %	Výnosy	96,2	100,9	100,0	104,0
Očekávaný dividendový výnos	5,7 %	EBITDA	22,1	24,0	22,4	23,2
Předchozí doporučení:	Akumulovat	Čistý zisk	12,3	14,9	13,6	13,6
Předchozí cílová cena:	115 CZK	Čistý zisk na akcii	0,24	0,29	0,26	0,26

**Platné investiční doporučení: DRŽET**  
**Cílová cena: 129 CZK**

Vývoj akcií FEG v CZK



### Základní informace o akciích FEG

Data ke dni:	2.12.2013
Cena akcie:	124,8 CZK
Počet vydaných akcií:	52 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	6,4 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	235 mil.
52-week max:	125 CZK
52-week min:	81 CZK
Průměrný denní objem:	4,3 mil. CZK

### Sídlo firmy:

Strawinskylaan 809 WTC T.A./L 8  
 1077XX Amsterdam  
 Nizozemí

**Web:** [www.fortunagroup.eu](http://www.fortunagroup.eu)

ISIN: NL0009604859  
 WKN: A1C 7AM  
 Bloomberg: FOREG CP  
 Reuters: FOREsp.PR

➤ Letošní rok je pro sázkovou kancelář Fortuna Entertainment Group (dále jen Fortuna či FEG) v mnoha ohledech velmi dynamickým obdobím. Největší událostí byl bezpochyby dubnový návrh na vyplacení 34,8 mil. EUR mezi akcionáře (0,67 EUR na akcii). Od zveřejnění této informace po poslední obchodní den s nárokem na tyto prostředky vzrostla cena akcie z úrovně pod 100 CZK až nad 114 CZK.

➤ Na tak velkou transakci však společnost neměla dostatek vlastních zdrojů a tak bylo využito dluhové financování. Celkem byl bankovní dluh navýšen o zhruba 30 mil. EUR, což v kombinaci s takřka 35 mil. EUR odlivem vlastních zdrojů výrazně změnilo kapitálovou strukturu firmy. Namísto rozložení 65:35 ve prospěch vlastního kapitálu ke konci roku 2012 se po této operaci změnilo podíly na 30:70 ve prospěch cizích zdrojů. Tímto způsobem bylo na jedné straně výrazně navýšeno zadlužení společnosti a na straně druhé se razantně snížily průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

➤ Nižší WACC byly jedním z hlavních faktorů, které zapříčinily navýšení naší cílové ceny z původních 115 CZK na 129 CZK. Dalšími změnami bylo mírné navýšení očekávaných objemů přijatých sázek v následujících letech a snížení marží hrubých výher. Také jsme mírně ponížili úroveň bezrizikových sazeb kvůli pozitivnímu vývoji dluhopisových trhů v zemích, kde Fortuna působí. Tyto parametrické změny však již neměly tak silný dopad na naši predikci cílové ceny.

➤ I když na položkách emisního ážia a zadržených zisků minulých let, což byly hlavní zdroje letošní mimořádné dividendy, stále ještě zbývá více než 16 mil. EUR (0,31 EUR na akcii), nepředpokládáme, že by management znovu navrhl vyplacení prostředků z těchto zdrojů mezi akcionáře. Jako nejpravděpodobnější se nám zdá návrh již „klasické“ dividendy z čistého zisku za uplynulé období, která by dle našeho odhadu měla být 0,26 EUR (tj. 5,8 % dividendový výnos k aktuální ceně akcie).

➤ Potenciál k naší cílové ceně je od závěrečné ceny k 29. listopadu 3,4 %, což v součtu s očekávaným dividendovým výnosem znamená celkový roční výnos 9,1 %. Dle metodiky uvedené na konci tohoto dokumentu tak stanovujeme investiční doporučení na stupni „Držet“.

## Silné výsledky za 3Q zvyšují pravděpodobnost překonání celoročních cílů

K 7. listopadu zveřejněná čísla potvrdila trendy z první poloviny letošního roku. Pokračuje silný růst objemu přijatých sázek, přičemž hlavním tahounem je nadále internetové sázení. Vzhledem k překonání našeho i tržního očekávání jsme výsledky hodnotili pozitivně.

(mil. EUR)	3Q 2013	3Q 2013e		3Q 2012	y/y	9M 2013	9M 2013e		9M 2012	y/y
		CYRRUS	Tržní konsensus				CYRRUS	Tržní konsensus		
Přijaté sázky	129,34	131,25	125,80	105,00	23,2%	405,20	407,11	401,66	334,07	21,3%
– z toho sázky	125,67	128,05	-	101,06	24,4%	394,10	396,49	-	320,15	23,1%
– z toho loterie	3,67	3,20	-	3,94	-6,9%	11,10	10,63	-	13,93	-20,3%
Gross Win	25,99	24,28	24,40	22,86	13,7%	83,40	81,69	81,81	77,99	6,9%
– z toho sázky	24,50	22,68	-	20,78	17,9%	78,10	76,43	-	70,96	10,1%
– z toho loterie	1,49	1,60	-	2,08	-28,4%	5,30	5,25	-	7,03	-24,6%
EBITDA	5,19	3,67	3,90	3,19	62,7%	18,10	17,15	16,82	13,33	35,8%

Tržní konsensus dle Reuters

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Celkové přijaté sázky vzrostly o 23,2 % y/y na 129,3 mil. EUR, což bylo prakticky na námi očekávané úrovni (mírně nad tržním očekáváním). Významnost jednotlivých trhů přitom zůstává zachována. Z více než jedné poloviny se na přijatých sázkách podílely činnosti v České republice, takřka jedna třetina pramenila ze slovenského trhu a na Polsko dle našich odhadů připadá kolem šestiny celkových přijatých sázek.

Na čísla za 2Q velmi negativně dolehly slabé marže hrubých výher. Bylo to tehdy období chudé na překvapivé sportovní výsledky, což je pro sázkové kanceláře vždy nepříznivé. Během třetího čtvrtletí došlo k mírnému zlepšení situace, přičemž se marže mezikvartálně zvýšila z 17,8 % na 20 %, což je o 1 pb více než byl analytický konsensus.

Vyšší než očekávané přijaté sázky v kombinaci se silnějšími maržemi vyústily v silně pozitivní překvapení na úrovni EBITDA (+62,7 % y/y na 5,19 mil. EUR). Celoroční plán managementu na růst EBITDA o 4,5 % y/y na 23,1 mil. EUR tak je splněn ze 78 %. Ač do konce roku zbývá už jen poslední kvartál, který navíc bývá sezónně nejsilnější, management se zdráhá silněji navýšit svůj výhled. Na konferenčním hovoru bylo jen krátce naznačeno, že se EBITDA může pohybovat kolem 23,5 mil. EUR. Důvodem této opatrnosti může být očekávaný nárůst nákladů během 4Q kvůli vývoji nové online platformy. Na té Fortuna spolupracuje se zahraničním partnerem (pravděpodobně s britským Bwin) a měla by přinést širší paletu sázkových příležitostí. Další náklady by se měly přelít i do začátku příštího roku.

Produktovou novinkou by v případě schválení licence mělo být i spuštění online kasina v České republice a na Slovensku. Služba internetového kasina spolu s intenzivním zaměřením na polský trh a dalším rozvojem mobilního sázení bude dle informací z konference s managementem Fortuny hlavním bodem budoucího rozvoje společnosti.

Úroveň čistého zisku společnost za 3Q nereportuje. Nemůžeme tedy zpřesnit naše odhady dividendy, jež bude vyplacena v příštím roce. Zůstáváme tak u naší predikce 0,26 EUR hrubé dividendy na akcii, což při ceně akcie k závěrečné ceně z 29. listopadu 124,8 CZK a kurzu 27,3 CZK/EUR znamená možný dividendový výnos 5,7 %.

## Kurzové sázení nic nenahradí

Kurzové sázení je hlavní podnikatelskou činností Fortuny, která se na celkových přijatých sázkách firmy pravidelně podílí úrovní kolem 96 % (zbytek připadá na číselné hry a losy). Hlavním trhem je Česká republika následovaná Slovenskem a rychle rostoucím Polskem. Bohužel se vedení společnosti rozhodlo pro zrušení detailního reportingu činností na jednotlivých trzích. Počínaje 1Q 2013 se tak investor musí spokojit jen se slovním zhodnocením vývoje v regionech působnosti Fortuny. Management tento krok obhajuje snahou ochránit tato citlivá data před konkurencí.

### Česká republika

Fortuna je na tomto trhu dvojkou v oboru (po Tipsportu) s 31% tržním podílem. Dle dat za 9M letošního roku je u společnosti zaregistrováno 228 tis. uživatelů. Objem přijatých kurzových sázek v České republice tvoří více než polovinu všech přijatých sázek z tohoto segmentu společnosti. Jde tedy jednoznačně o nejdůležitější trh, který navíc nadále silně roste. Dle našeho modelu o více než pětinu za 1H letošního roku (přesná data kvůli informačnímu embargu ze strany Fortuny nejsou známa).

Za růstem stojí hlavně stále větší obliba internetového sázení podpořená zrušením manipulačního poplatku z února letošního roku. Toto opatření ztrátilo on-line sázky a přivedlo k Fortuně nové sázející. Je to přitom internetové sázení, co dle našeho názoru představuje budoucnost kurzových sázek.

Ve snaze si co nejvíce ukousnout z českého trhu internetových kurzových sázek se Fortuna spojuje s gigantem z oboru, pravděpodobně s Bwin. Z nové spolupráce by měla vzejít mnohem větší nabídka live sázek ve větších paletě sportů. Již ve 4Q očekáváme reálný dopad na čísla Fortuny a plný vliv pak v roce 2014.

### Polsko

Polský trh s kurzovými sázkami je rozdělen prakticky jen mezi tři velké firmy a to Fortunu, STS a Totolotek. Fortuna je přitom s 37% tržním podílem jedničkou na tomto trhu a je nutno potvrdit, že se firmě vstup do tohoto regionu vyplácí. Daří se totiž pravidelně navyšovat přijatý objem kurzových sázek, přičemž jen za rok 2012 došlo k jejich zvýšení o 35 % y/y na 69 mil. EUR. Polský trh dle našeho názoru nadále skýtá velký potenciál a bude na managementu společnosti, aby dokázal tuto příležitost náležitě využít.

Podporou dalšímu růstu by mimo jiné měl být i sponzoring jednoho z neúspěšnějších polských fotbalových týmů (jméno klubu zatím nebylo oficiálně zveřejněno). Značka Fortuny tak bude stále více na očích potenciálních sázejících, což je zvláště v Polsku, kde je reklamní činnost sázkových kanceláří silně regulována, velmi ceněno.

### Slovensko

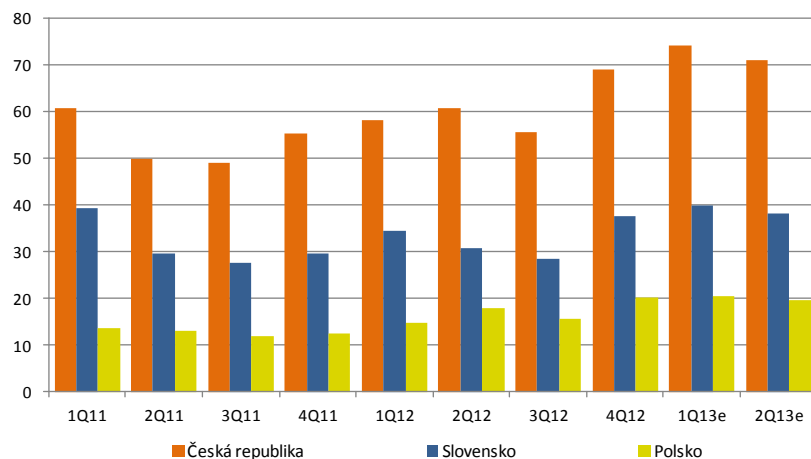
Vývoj na slovenském trhu v loňském roce byl spíše negativní. Od Fortuny se kvůli regulatorním opatřením odvrátilo několik velkých klientů, což se projevilo na zde realizovaném objemu přijatých sázek. Podíl regionu se na celkových přijatých kurzových sázkách snížil na necelých 30 % oproti 32 % za rok 2011. V absolutních hodnotách se objem sázek prakticky nezměnil.

V letošním roce však již i slovenský trh silněji roste. Dle našich odhadů bylo na kurzových sázkách vsazeno o pětinu více prostředků než v loňském roce, tzn. 78 mil. EUR. Předpokládáme, že silný růst se udrží i ve zbývajících měsících letošního roku a nebude se tak opakovat stagnace z roku 2012.

Na Slovensku je Fortuna v současnosti dvojkou s tržním podílem kolem 34 %, což znamená 90 tis. registrovaných uživatelů.

Výše popsanou významnost a vývoj na jednotlivých trzích názorně ilustrují následující dva grafy. Na českém trhu docházelo za uplynulé kvartály v drtivé většině případů k meziročnímu nárůstu přijatých kurzových sázek. Vývoj na Slovensku byl v roce 2012 poznamenán odchodem tzv. high rollers, nyní se však trh opět vrací k růstu. Za 9M letošního roku rostly dle našich odhadů přijaté objemy o 25 % y/y. Polský trh za uplynulý rok předvedl bezprecedentní 40% nárůst co do objemu přijatých kurzových sázek a za letošní rok prozatím, dle našeho modelu, posiluje o dalších 9 % y/y.

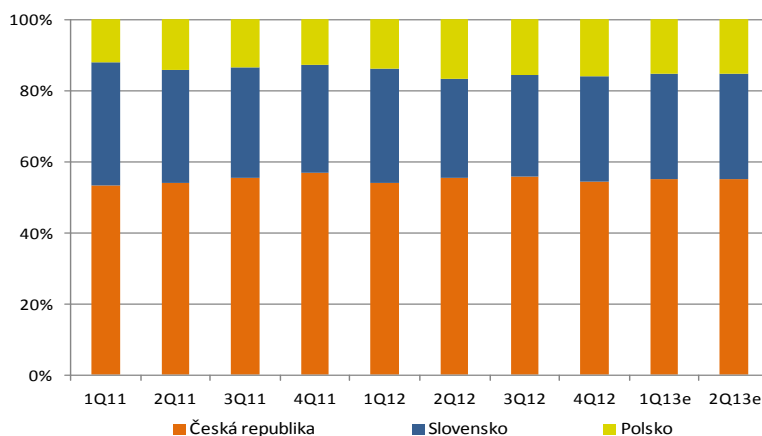
Vývoj přijatých kurzových sázek za jednotlivé regiony



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Jak jsme již výše popsali, jednoznačně nevýznamnějším trhem Fortuny je Česká republika s podílem na celkových tržbách kolem 54 %. Následuje Slovensko s 29% podílem a zbytek připadá na Polsko. V čase jsou tyto poměry spíše stabilní, snad až na výjimku v roce 2012, kdy na úkor Slovenska rostlo na významnosti Polsko. Je to právě polský trh, ve kterém vidíme do budoucna největší růstový potenciál společnosti.

Podíl jednotlivých regionů na celkových přijatých kurzových sázkách



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

## Projekt loterie – kdysi obrovská příležitost, nyní přítěž

Fortuna se do loterijního byznysu pustila v návaznosti na problémy Sazky z let 2010 a 2011. Tehdy reálně hrozilo, že by tuzemský lídr na poli loterií buď úplně zmizel ze scény či byl alespoň na dlouhou dobu oslaben. Sázkové kanceláře jako Fortuna či Tipsport se tak urychleně pustili do přípravy vlastních loterií ve snaze co nejvíce si ukousnout z nově se otevírajícího a velmi atraktivního trhu.

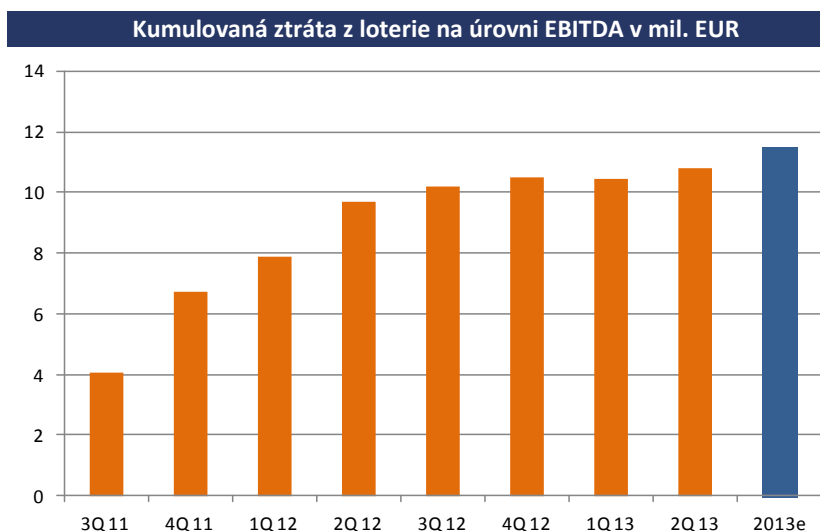
Na Sazku byl v lednu roku 2011 podán insolvenční návrh, jež byl o dva měsíce později schválen. Akcionáři Fortuny toto dění sledovali se zájmem. Loterie byla v České republice vždy ovládána Sazkou a nyní se zdálo, že se dostane i na ostatní sázkové kanceláře. V době představení loterie Fortuny a obrovských problémů Sazky se tak akcie dostala až na svá historická maxima, tedy k 149 CZK.

Sazku ovšem přebrali silní investoři (PPF spolu s KKCG) a velmi rychle obnovili její činnost. Sen Fortuny o získání až 20% podílu na trhu loterií během následujících dvou let se rozplynul. Fortuna se v současnosti se svou loterií podílí na celém trhu jen 2 až 3 procenty, přičemž další samostatný rozvoj celého segmentu je bezpředmětný. Hledá se silný zahraniční partner, který by převzal podíl v loterii a do celého projektu přinesl své know-how.

Jednání měla dle původních plánů skončit již během 3Q letošního roku, nicméně dosud žádné nové informace oznámeny nebyly a nemáme ani žádné indície o tom, že by k něčemu podobnému mělo v brzké době dojít. Spekulovalo se přitom hned o několika silných zahraničních společnostech, které by měly mít o spolupráci s Fortunou zájem. Dle informací deníku Insider šlo o firmy William Hill, Lottomatica, Intralot či dokonce Tipsport.

V současnosti Fortuna provozuje v rámci své sítě 6000 prodejních stánků čtyři číselné hry a 11 druhů stíracích losů. V kategorii losů je Fortuna s 35% tržním podílem relativně úspěšná, nicméně z celofiremního hlediska jde jen o doplňkovou činnost.

Již od svého spuštění je loterie pro Fortunu ztrátovým projektem. K 9M 2013 činila kumulovaná ztráta na úrovni EBITDA 11,3 mil. EUR, přičemž pouze v 1Q roku 2013 se podařilo díky tvrdým nákladovým škrtkům dosáhnout vyrovnaného hospodaření.



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

V současnosti již není loterie takovou přítěží jako v roce 2012 a na celkovou úroveň EBITDA dopadá tato činnost jen velmi mírně. Je to dáno rapidním snížením nákladů a celkovým útlumem tohoto projektu. Nepředpokládáme, že se do budoucna něco na tomto stavu změní a nadále očekáváme vysoké úsilí managementu směřující k odprodeji tohoto byznysu.

## Nárůst přijatých sázek se neprojeví v celé struktuře výsledovky

Jak již jsme výše popsali, Fortuna v tomto roce dokázala v meziročním srovnání silně navýšit své hlavní finanční ukazatele. Pozitivní překvapení se táhlo již od úrovně objemu přijatých sázek, kde se společnosti daří zejména v segmentu internetového sázení. Silnější než očekávaný vývoj za 9M letošního roku je důvod, proč navyšujeme odhady celkových přijatých sázek na letošní rok. Oproti naší předchozí analýze ze začátku roku navyšujeme predikci o 7,3 % na 552,4 mil. EUR. Mírně přitom navyšujeme výhled i na další roky.

Naopak jsme mírně snížili naše očekávání marží hrubých výher, které se v tomto roce pohybovaly kolem 20 %. Jde o úroveň, která je velmi závislá na výsledcích sportovních utkání (čím více překvapivých výsledků, tím lépe pro sázkové kanceláře) a tak je její předpovídání spojeno s velkou mírou nejistoty. Ke snížení jsme přikročili v očekávání vyššího příklonu k internetovému sázení, ze kterého společnosti (zvláště po zrušení manipulačního poplatku) pramení méně prostředků než ze sázek přijatých v pobočkové síti.

Snížení odhadů postihlo i úroveň čistého zisku, která reaguje na nižší očekávané hrubé výhry, a také se zde projevují vyšší finanční náklady v důsledku nárůstu dluhu (viz sekce Změny v kapitálové struktuře).

### Srovnání původních a nových odhadů vybraných ukazatelů

mil. eur	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Přijaté sázky (nový)</b>	552,41	574,50	597,49	627,36	652,45	665,50	685,47	699,18
Přijaté sázky (původní)	514,90	550,94	578,49	607,41	631,71	644,35	663,68	676,95
Rozdíl (%)	7,3%	4,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

mil. eur	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Gross Win (nový)</b>	116,01	114,90	119,50	125,47	130,49	133,10	137,09	139,84
Gross Win (původní)	118,43	126,72	131,90	138,49	144,03	146,91	151,32	154,34
Rozdíl (%)	-2,0%	-9,3%	-9,4%	-9,4%	-9,4%	-9,4%	-9,4%	-9,4%

mil. eur	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Čistý zisk (nový)</b>	14,91	13,63	13,66	14,87	16,23	15,20	15,83	15,62
Čistý zisk (původní)	16,49	17,74	17,57	19,19	20,40	19,45	19,99	19,86
Rozdíl (%)	-9,6%	-23,2%	-22,2%	-22,5%	-20,4%	-21,8%	-20,8%	-21,3%

Zdroj: Cyrrus

## Změny v kapitálové struktuře

Management silně překvapil výší navržené dividendy vyplácené v letošním roce. V našem modelu jsme obdobně jako celý trh očekávali dividendu kolem 0,24 EUR na akcii, což by odpovídalo rozdělení celého čistého zisku za rok 2012. Dividenda se nakonec opravdu skládala z rozdělení takřka celého čistého zisku (97 %, tedy 0,23 EUR na akcii), nicméně k této částce bylo přidáno ještě 0,10 EUR z objemu nerozdělených zisků minulých let a hlavně 0,34 EUR z rozdělení emisního ážia.

Celkově vyplacená suma tak dosáhla 34,84 mil. EUR, což byl zhruba trojnásobek objemu hotovosti, který Fortuna v té době držela na svých účtech. Bylo tedy nutné využít externí financování. Společnost si sjednala šestiletý úvěr u České spořitelny v objemu 50 mil. EUR, jehož část byla použita na refinancování stávajícího dluhu, část na výplatu dividendy a zbytek bude investován do vývoje nových produktů v rámci segmentu sportovního sázení (pravděpodobně na připravovaný projekt ve spolupráci s Bwinem).

Úvěr je složen ze tří různých facilit. První v objemu 25 mil. EUR bude podléhat amortizaci, druhá amortizována nebude a činí 20 mil. EUR. Zbýlých 5 mil. EUR připadá na revolvingový úvěr, který bude operativně využíván podle vývoje cash flow firmy.

Nový úvěr s sebou nese úrokovou sazbu nastavenou dle úrovně 3M EURIBOR/PRIBOR plus přírážku v pásmu 1,75-3 % dle aktuálního vývoje poměrového ukazatele čistý dluh/EBITDA. Čím vyšší čistý dluh oproti EBITDA, tím vyšší úrok bude Česká spořitelna za poskytnutý úvěr požadovat.

### Změny v bilanci

mill. EUR	k 31.12.2012	k 30.6.2013	Změna
Aktiva	95,04	88,06	-7,34%
Pasiva	95,04	88,06	-7,34%
- vlastní kapitál	48,95	19,64	-59,88%
- úročený bankovní kapitál	25,64	49,74	93,96%
- ostatní	20,45	18,68	-8,64%
Čistý dluh	10,16	38,27	276,67%
Míra zadluženosti	94%	348%	+254pb

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

K 1H letošního roku se čistý dluh společnosti díky novým úvěrům navýšil na 38,3 mil. EUR, což znamená 277% nárůst od konce roku 2012. Celkový současný bankovní dluh se vyšplhal na úroveň 49,7 mil. EUR oproti 25,6 mil. EUR k 31. 12. 2012 a zároveň se vlastní kapitál v důsledku vyplacení dividendy a rozdělení části emisního ážia snížil o 60 % na necelých 20 mil. EUR, čímž se míra zadluženosti navýšila o 254 pb na 348 %.

Vyšší objem dluhu s sebou ponese i vyšší objem čistých finančních nákladů. Za rok 2012 vystoupala tato nákladová položka na 2,3 mil. EUR, což znamenalo 141% meziroční nárůst. Čisté finanční náklady jsou velmi silně ovlivňovány vývojem měnových kurzů. Předpokládáme, že se v budoucnu náklady spojené s dluhovým břemenem zvýší zhruba jen o třetinu a to i přes dvojnásobné navýšení úročeného dluhu. Tento dluh je totiž spojen s nižším úročením, než tomu bylo u nyní již refinancovaného bankovního kapitálu.

## Dividendová politika

Fortuna se už od svého vstupu na burzu profiluje jako dividendově-růstový titul. Platnou dividendovou politikou je vyplácet na dividendách 70 - 100 % čistého zisku. Letos vyplacená dividenda byla ovšem naprosto nadstandardní. Jak jsme již popsali výše, management se rozhodl vyplatit nejen takřka celý za rok 2012 dosažený čistý zisk ale i část z nerozdělených zisků minulých let a hlavně rozdělit část emisního ážia. Na jednu akcii tak připadlo 0,67 EUR.

Na účtu emisního ážia zbylo po jeho částečném rozdělení 8,3 mil. EUR (0,16 EUR na akcii) z původních 25,9 mil. EUR a na položce nerozdělených zisků z minulých let je po rozdělení 5,2 mil. EUR stále ještě 7,8 mil. EUR (0,15 EUR na akcii). Čili potenciál k výplatě další mimořádné dividendy je stále zachován, nicméně nepředpokládáme, že se k němu management odhodlá tak brzy po předchozí mimořádné dividendě. Míra zadluženosti by navíc stoupla na již nebezpečnou úroveň a současná dluhová služba by se vzhledem k vyššímu ukazateli Net Debt/EBITDA prodražila.

V příštím roce tedy očekáváme vyplacení „standardní“ dividendy, jejíž výše bude záležet na letos dosaženém čistém zisku a rozhodnutí managementu (následně schváleném na valné hromadě) ohledně podílu, který se z tohoto zisku bude na dividendách vyplácet. Za 1H letošního roku se Fortuně podařilo dosáhnout 7,6 mil. EUR na čistém zisku, což znamená 36% meziroční nárůst. Dle našich odhadů bude celoroční čistý zisk na úrovni kolem 14,9 mil. EUR, což při předpokládaném dividendovém výplatním poměru na 90 % představuje potenciální dividendu 0,26 EUR na akcii (při aktuálním kurzu akcie Fortuny a kurzu EUR/USD by šlo o dividendový výnos 5,8 %. Pokud by došlo k vyplacení celého čistého zisku, pak by se dividenda zvýšila na 0,29 EUR na akcii a dividendový výnos na 6,4 %.

### Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii, mil. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Odhad vývoje čistého zisku	14911	13629	13663	14351	15686	14647	15259	15038
Odhad vývoje dividendy	0,26	0,24	0,24	0,25	0,27	0,25	0,26	0,26
Předpokládaný výplatní poměr	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%

Zdroj: Fortuna, Cyrus



## Stanovení cílové ceny

Cílová cena je stanovena pro horizont dvanácti měsíců a to pomocí dvoufázového modelu diskontovaných očekávaných peněžních toků. Oproti naší analýze z konce března došlo k několika zásadním změnám ve vstupních parametrech modelu ocenění.

Bezrizikové sazby odvozujeme od výnosů desetiletých vládních dluhopisů České republiky, Slovenska a Polska. Tyto výnosy jsou váženy dle příspěvku jednotlivých zemí k celkovým přijatým sázkám, které Fortuna realizuje. Vzhledem k vývoji na dluhopisových trzích, kde jde vidět pokračující trend snižování výnosů, mírně snižujeme úroveň bezrizikových sazeb pro obě fáze našeho modelu.

Naproti tomu riziková prémie, kterou čerpáme z výpočtů A. Damodarana, v obou fázích mírně vzrostla. K razantní změně došlo ve struktuře kapitálu, kde silně vzrostla váha dluhu vůči vlastnímu kapitálu. Vzhledem k tomu, že cizí kapitál je mnohem méně nákladný než kapitál vlastní, došlo ke snížení průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) u obou fází.

### Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální nastavení		Původní nastavení	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	3,03%	4,00%	3,41%	4,18%
Riziková prémie	7,26%	7,26%	7,10%	7,10%
Beta	1	1	1	1
Náklady vl. kapitálu	10,28%	11,26%	10,51%	11,29%
Efektivní sazba daně	20%	20%	20%	20%
Náklady dluhu po zdanění	3,00%	4,00%	3,60%	4,20%
Váha vl. kapitálu	30%	40%	60%	70%
Váha dluhu	70%	60%	40%	30%
WACC	5,19%	6,90%	7,75%	9,16%
Dlouhodobý růst		1,0%		1,0%
ROIC		19,06%		22,23%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Současnou hodnotu společnosti odhadujeme na 272,3 mil. EUR, po odečtení čistého dluhu (který se vlivem nárůstu dluhu více než zdvojnásobil) vychází čistá současná hodnota na 234 mil. EUR. Vyjádřeno na jednu akcii jde o 4,5 EUR, což při přepočtením kurzem 27,3 EUR/CZK znamená 122,8 CZK. Po vložení výše uvedených parametrů do našeho oceňovacího modelu nám vychází čistá současná hodnota 4,3 EUR na akcii, což při kurzu 27,3 CZK/EUR znamená 122,8 CZK. Pokud tuto hodnotu převedeme do budoucího období 12M s využitím WACC 5,19 %, vychází roční odhadovaná cílová cena 129 CZK.

### Stanovení 12M cílové ceny

mil. eur	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
EBIT po zdanění	16,3	14,9	15,3	15,8	17,0	16,0	16,6	16,4
Odpisy	3,6	3,8	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	
Δ prac. kapitálu	3,3	-2,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,4	
Capex	-4,7	-4,2	-4,4	-4,1	-4,9	-4,2	-4,8	
Volné CF	18,5	12,4	14,6	15,3	16,0	16,1	16,0	
Pokračující hodnota								263,9
Disk. volné CF	18,0	11,5	12,9	12,8	12,7	12,2	11,5	180,6
Současná hodnota	272,3							
Čistý dluh	38,3							
Čistá současná hodnota	234,0							
Čistá současná hodnota na akcii (EUR)	4,5							
Čistá současná hodnota na akcii (CZK)	122,8							
<b>Roční cílová cena akcie (CZK)</b>								<b>129</b>

Zdroj: Cyrrus

Závěrečná cena akcií na pražské burze k 29. listopadu byla 124,8 CZK, což znamená 3,4% prostor k naší roční cílové ceny. K očekávanému výnosu z růstu ceny akcií musíme připočíst i predikovaný dividendový výnos. Po této úpravě je celkový roční očekávaný kapitálový výnos akcií Fortuna Entertainment Group 9,1 %. Proto měníme naše předchozí doporučení z „Akumulovat“ na „Držet“.

Tabulka níže nabízí pohled na různé scénáře vývoje odhadované roční cílové ceny v závislosti na odchylkách od významných vstupních hodnot druhé fáze modelu ocenění. Zvolenými proměnnými jsou vážené náklady kapitálu (WACC) a rentabilita investovaného kapitálu (ROIC).

### Citlivostní analýza

		ROIC				
		14,06%	16,56%	19,06%	21,56%	24,06%
WACC	5,86%	148	150	151	151	152
	6,36%	137	138	139	140	141
	<b>6,90%</b>	127	128	<b>129</b>	130	130
	7,46%	119	120	121	121	122
	7,96%	112	113	114	115	115

Zdroj: Cyrrus

## Zjednodušené finanční výkazy

### Výkaz zisku a ztráty

(tis. eur)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Přijaté sázky	409 344	467 900	552 409	574 505	597 485	627 359	652 454	665 503	685 468	699 177
Hrubé výhry	101 804	110 900	116 006	114 901	119 497	125 472	130 491	133 101	137 094	139 835
<i>marže hrubých výher</i>	24,9%	23,7%	21,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Výnosy</b>	<b>89 844</b>	<b>96 200</b>	<b>100 925</b>	<b>99 964</b>	<b>103 962</b>	<b>109 161</b>	<b>113 527</b>	<b>115 797</b>	<b>119 271</b>	<b>121 657</b>
Provozní náklady	-69 881	-74 100	-76 956	-77 514	-80 778	-85 250	-87 890	-91 355	-93 927	-96 431
<b>EBITDA</b>	<b>19 963</b>	<b>22 100</b>	<b>23 969</b>	<b>22 449</b>	<b>23 185</b>	<b>23 910</b>	<b>25 637</b>	<b>24 443</b>	<b>25 345</b>	<b>25 226</b>
<i>marže EBITDA</i>	22,2%	23,0%	23,7%	22,5%	22,3%	21,9%	22,6%	21,1%	21,2%	20,7%
Odpisy	-3 132	-3 700	-3 552	-3 820	-4 075	-4 220	-4 360	-4 485	-4 580	-4 680
EBIT	16 831	18 400	20 417	18 629	19 110	19 690	21 277	19 958	20 765	20 546
Finanční náklady (netto)	-940	-2 300	-1 301	-1 157	-1 593	-1 554	-1 482	-1 417	-1 456	-1 492
Zisk před zdaněním	15 891	16 100	19 116	17 473	17 517	18 137	19 794	18 540	19 309	19 054
<b>Čistý zisk</b>	<b>13 320</b>	<b>12 342</b>	<b>14 911</b>	<b>13 629</b>	<b>13 663</b>	<b>14 872</b>	<b>16 231</b>	<b>15 203</b>	<b>15 833</b>	<b>15 624</b>
<i>marže čistého zisku</i>	14,8%	12,8%	14,8%	13,6%	13,1%	13,6%	14,3%	13,1%	13,3%	12,8%
EPS	0,26	0,24	0,32	0,34	0,35	0,38	0,42	0,43	0,47	0,51

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

### Rozvaha

(tis. eur)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek a goodwill	63 104	64 879	62 783	65 861	66 095	65 945	65 273	65 822	66 123	66 186
Ostatní dlouhodobý majetek	8 545	9 977	7 691	6 759	6 844	6 961	7 100	7 206	7 313	7 910
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>71 649</b>	<b>74 856</b>	<b>70 474</b>	<b>72 621</b>	<b>72 938</b>	<b>72 906</b>	<b>72 373</b>	<b>73 028</b>	<b>73 436</b>	<b>74 096</b>
Hotovost	17 533	15 480	11 465	20 759	21 829	23 386	24 625	25 751	26 779	27 950
Ostatní oběžná aktiva	4 673	4 704	6 125	3 460	3 638	3 898	4 104	4 292	4 463	4 658
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>22 206</b>	<b>20 184</b>	<b>17 590</b>	<b>24 219</b>	<b>25 467</b>	<b>27 284</b>	<b>28 729</b>	<b>30 043</b>	<b>31 243</b>	<b>32 609</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>93 855</b>	<b>95 040</b>	<b>88 064</b>	<b>96 839</b>	<b>98 406</b>	<b>100 189</b>	<b>101 102</b>	<b>103 070</b>	<b>104 677</b>	<b>106 704</b>
Vlastní kapitál	46 702	48 953	19 635	20 564	22 645	25 963	26 981	28 336	28 617	30 772
Dlouhodobé závazky	23 102	14 127	46 621	47 723	57 608	55 210	54 430	54 673	55 452	54 942
Krátkodobé závazky	24 051	31 960	21 808	28 552	18 153	19 016	19 692	20 062	20 609	20 991
Závazky celkem	47 153	46 087	68 429	76 275	75 761	74 226	74 122	74 735	76 061	75 933
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>93 855</b>	<b>95 040</b>	<b>88 064</b>	<b>96 839</b>	<b>98 406</b>	<b>100 189</b>	<b>101 102</b>	<b>103 070</b>	<b>104 677</b>	<b>106 704</b>

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

### Výkaz cash-flow

tis. eur	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Cash flow z provozní činnosti	20 404	19 118	22 590	15 067	20 091	21 729	22 898	21 608	22 550	21 838
Cash flow z investiční činnosti	-4 672	-4 520	-4 650	-4 210	-4 350	-4 100	-4 912	-4 200	-4 825	-4 600
Cash flow z finanční činnosti	-21 748	-17 485	-16 248	-16 273	-15 492	-18 523	-15 711	-16 451	-16 154	-15 519
<b>Celková změn fin. prostředků</b>	<b>-6 016</b>	<b>-2 887</b>	<b>1 693</b>	<b>-5 416</b>	<b>250</b>	<b>-894</b>	<b>2 275</b>	<b>957</b>	<b>1 571</b>	<b>1 719</b>
<b>Hotovost na konci období</b>	<b>17 533</b>	<b>14 646</b>	<b>16 339</b>	<b>10 923</b>	<b>11 172</b>	<b>14 422</b>	<b>16 697</b>	<b>17 654</b>	<b>19 225</b>	<b>19 360</b>

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

## Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

### Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **29. 11. 2013**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	10	32
Akumulovat	5	16
Držet	11	36
Prodat	3	10
V revizi	2	7

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvláště pro každý stupeň podle písmene a):

Informace dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

#### Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

##### Koupit:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **20%, upravených koeficientem beta** (např. při koeficientu beta = 1,25x je požadovaná hranice  $20 \times 1,25 = 25\%$  nad aktuálním kurzem). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

##### Akumulovat:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **10%, upravených koeficientem beta** (výpočet viz výše). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

##### Držet

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje nebo je rovna aktuálnímu tržnímu kurzu akcie (a zároveň nesplňuje podmínky pro zařazení do investičních stupňů „akumulovat“ resp. „koupit“).

##### Prodat

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie je nižší než aktuální tržní kurz akcie.

##### Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

#### Odhad budoucích výsledků hospodaření

Odhad budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databázi Bloomberg, příp. Reuters.

**Analytické oddělení:**

Marek Hatlapatka	Brno	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Investiční strategie, ČEZ, NWR
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	<a href="mailto:mencik@cyrrus.cz">mencik@cyrrus.cz</a>	Banky, farmacie, telekomy, komodity

**Trading & Sales:**

Dušan Jilčík	Brno	<a href="mailto:jilcik@cyrrus.cz">jilcik@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**Výhrada (disclaimer):**

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenes odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

**Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):**

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

**BRNO**  
 Veveří 111 (Platinum)  
 616 00 Brno  
 Tel.: +420 538 705 711

**PRAHA**  
 Radlická 14, Anděl Park  
 150 00 Praha 5, Smíchov  
 Tel.: +420 221 592 361