

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

16. prosince 2015

Od defenzivního titulu ke spekulaci

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: AKUMULOVAT

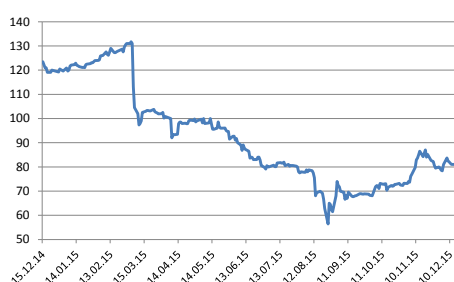
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 93 CZK

Datum vydání analýzy:	16. prosince 2015
Současná tržní cena:	81 CZK
Potenciál k cílové ceně:	15 %
Očekávaný dividendový výnos	0 %
Předchozí doporučení:	Držet
Předchozí cílová cena:	99 CZK

(v mil. EUR)	2014	2015e	2016e	2017e
Přijaté sázky	672,4	810,0	891,0	935,6
Gross Win	132,6	138,0	149,7	154,4
Výnosy	109,6	96,6	103,4	112,8
EBITDA	28,4	21,1	19,9	20,9
Čistý zisk	15,9	10,9	10,0	10,6
Čistý zisk na akcii (EUR)	0,31	0,21	0,19	0,2

Platné investiční doporučení: AKUMULOVAT Cílová cena: 93 CZK

Vývoj akcií FEG v CZK



Základní informace o akciích FEG

Data ke dni:	15.12.2015
Cena akcie:	81 CZK
Počet vydaných akcií:	52 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	4,2 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	156 mil.
52-week max:	131,8 CZK
52-week min:	56,0 CZK
Průměrný denní objem:	3,7 mil. CZK

Sídlo firmy:

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

Web: www.fortunagroup.eu

ISIN:	NL0009604859
WKN:	A1C7AM
Bloomberg:	FOREG CP
Reuters:	FOREsp.PR

- Akcie Fortuny se v letošním roce dostaly pod značný prodejní tlak, jenž byl svou intenzitou bezprecedentní za celou dobu obchodování tohoto titulu na BCPP. Svých letošních maxim dosáhly firemní akcie na začátku března, kdy se obchodovaly i nad 130 CZK. Po zveřejnění plánu přerušit výplaty dividend a kompletně revidovat dividendovou politiku pro následující roky se akcie dostaly pod 100 CZK, přičemž během následujících měsíců poklesy dál pokračovaly, až bylo vytyčeno historické minimum na 56 CZK za akcii.
- Tak výraznou prodejní paniku jsme nepovažovali za oprávněnou a trh nám dal nakonec zapravdu. K růstu akcií zpět nad úroveň 80 CZK značnou měrou pomohly poměrně solidní výsledky hospodaření za 3Q, které neutralizovaly hrozbu dalšího letošního snížení výhledů.
- V této aktualizaci naší fundamentální analýzy jsme přikročili pouze k mírnému přehodnocení našeho očekávání ohledně budoucího vývoje firmy. Konkrétně jsme lehce navýšili odhadované objemy přijatých sázek, přičemž predikované úrovně marží hrubých výher doznaly naopak mírného snížení. Nejvýznamnější vliv na určení nové cílové ceny mělo přehodnocení vývoje CAPEX pro letošní a příští rok. Dle nových indikací managementu bude totiž příští rok na investice ještě náročnější než ten letošní, což jsme museli zanést i do našich výhledů. Mírných změn doznaly i další parametry nastavení našeho oceňovacího modelu, jako zejména bezrizikové úrokové sazby.
- Po provedení veškerých potřebných úprav jsme dospěli k aktualizované cílové ceně stanovené na 93 CZK. Jde o mírný pokles oproti předchozím 99 CZK, nicméně je zde stále 15% výnosový potenciál. Dle metodiky uvedené v závěru tohoto dokumentu tak stanovujeme investiční doporučení na stupni „Akumulovat“ oproti předchozímu „Držet“.
- Ve srovnání s minulými lety se však u akcií Fortuny razantně změnil investiční příběh. Dříve šlo o titul vhodný pro konzervativně laděné akcionáře vyhledávající větší míru bezpečí a atraktivní dividendový výnos. Nyní se jedná spíše o spekulativnější akcii, kde bude hrát zásadní roli budoucí návratnost aktuálních vysokých investic.

Výsledky za 3Q příjemně překvapily. Celoroční výhled zůstává v platnosti

Management Fortuny představil poměrně silné výsledky hospodaření firmy za 3Q, přičemž byly zachovány prakticky všechny hlavní trendy platné po celý letošní rok. Znovu byl zaregistrován citelný nárůst objemu přijatých sázek, na čemž se podílely všechny tři trhy, na kterých Fortuna působí. Hlavní pozitivní překvapení ale pramenilo až z úrovně hrubých výher, kde marže po delší době vzrostly na velmi solidní úroveň.

(mil. EUR)	3Q 2015	3Q 2015e		3Q 2014	y/y	9M 2015e			
		Cyrrus	Tržní konsensus			9M 2015	Cyrrus	9M 2014	y/y
Přijaté sázky	203,2	208,5	198,0	158,4	28%	615,1	620,4	491,6	25%
<i>z toho sportovní sázky</i>	198,3	203,9	-	154,7	28%	601,0	606,7	480,0	25%
<i>z toho loterie</i>	4,8	4,6	-	3,7	30%	14,0	13,7	11,6	21%
Hrubé výhry	37,9	34,4	34,0	31,2	21%	105,0	101,5	97,1	8%
<i>z toho sportovní sázky</i>	35,7	32,3	-	29,7	20%	98,9	95,5	91,9	8%
<i>z toho loterie</i>	2,1	2,1	-	1,5	40%	6,1	5,5	5,3	15%
Marže hrubých výher	18,6%	16,5%	17,2%	19,7%	-1,1 pb	17,1%	16,4%	19,8%	-2,7 pb
Výnosy	27,1	24,5	-	26,1	4%	73,2	70,6	80,9	-10%
EBITDA	8,7	7,1	6,2	7,0	25%	17,7	16,1	22,0	-20%
<i>z toho sportovní sázky</i>	8,7	6,8	-	6,9	26%	17,2	15,3	21,9	-21%
<i>z toho loterie</i>	0,0	0,3	-	0,0	-17%	0,5	0,8	0,1	525%

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Firma v lichých kvartálech blíže nekonkretizuje vývoj na jednotlivých trzích, omezuje se pouze na slovní komentář. Z něj však vyplývá, že nejvýraznějšího růstu bylo dosaženo v Polsku, kde dvouciferným tempem posílily jak přijaté sázky, tak i hrubé výhry. V Česku i na Slovensku vzrostly přijaté sázky také dvouciferným tempem, nicméně hrubé výhry se zvýšily jen v řádech jednotek procent. Příčinou rozdílné výkonnosti je to, že v Polsku přináší stále většinu hrubých výher klasické sázky v rámci pobočkové sítě Fortuny a ne online sázení tak, jak je tomu u nás či na Slovensku.

Celkově se přijaté sázky v meziročním srovnání zvýšily o 28 % na 203,2 mil. EUR, čímž bylo ještě zrychleno tempo růstu zaznamenané během 1Q či 2Q tohoto roku. Očividně se tak daří dále přitahovat pozornost sázkařů k online produktům, zejména tedy k rozšířené nabídce live sázek. Za celých 9M se sázky navýšily o 25 % y/y na 615 mil. EUR, což znamená, že celoroční cíl nastavený na 790 mil. EUR, je již ze 78 % splněn. Vzhledem k tomu, že poslední kvartál je pro firmu sezónně nejsilnějším v rámci celého roku, očekáváme hladké překročení tohoto cíle.

Investoři byli u reportu výsledků za 3Q nejvíce zvědaví na vývoj marží hrubých výher. Ty se v posledních měsících dostaly pod zvýšený tlak hned z několika důvodů. Tím hlavním bylo zrušení výběru manipulačního poplatku u online sázení na Slovensku, což vedlo k intenzivnější migraci sázkařů právě na internet z poboček, které jsou oproti online sázkám spojeny s vyššími maržemi. Také se v uplynulých obdobích ve sportovních kláních až příliš často dařilo favoritům, což vedlo k nadprůměrně častým výhrám sázkařů a nízkým maržím Fortuny. Ve 3Q platily s výjimkou posledního jmenovaného všechny tyto faktory. I to ale stačilo k výraznějšímu mezikvartálnímu růstu marží hrubých výher, konkrétně o 3,7 pb na 18,6 %. Šlo o úroveň, jež citelně přesáhla námi i trhem očekávanou hodnotu a byla hlavním zdrojem pozitivního překvapení celého reportu.

Díky silnějším maržím překvapily příznivě i úrovně celkových výnosů a EBITDA. Provozní zisk před započtením odpisů a amortizace poklesl za 9M o pětinu na 17,7 mil. EUR. I zde je tedy vývoj příznivější, než s čím počítá výhled managementu (pokles EBITDA o 25-30 % y/y). Výhled byl ponechán v platnosti kvůli nepředvídatelnosti vývoje hrubých marží. EBITDA by se tak dle vedení měla za 4Q pohybovat v pásmu od 1,8 mil. EUR do 3,1 mil. EUR. To považujeme za až příliš konzervativní odhad, přičemž za mnohem více pravděpodobnou považujeme úroveň EBITDA kolem 4 mil. EUR.

Na zveřejněné výsledky reagovaly akcie Fortuny bezprostředním růstem o více než 3 %. Díky silným maržím padla hrozba dalšího letošního profit warningu a naopak se objevila možnost překonání celoročních cílů.

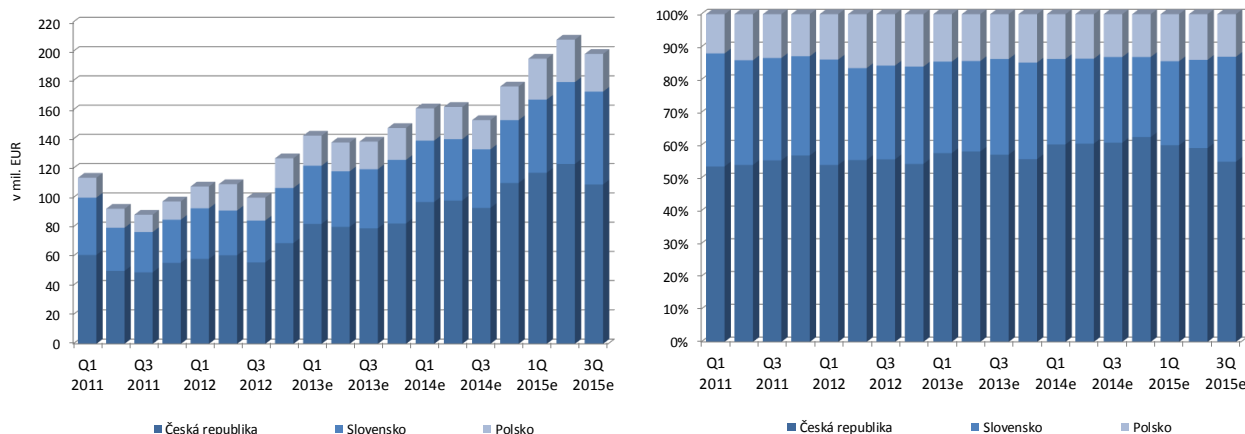
Význam slovenského trhu roste

Z největší části se na celkových přijatých sázkách Fortuny nadále podílejí sázkaři z České republiky. Zdejší aktivity generují sázkové kanceláři téměř 60 % z veškerých přijatých sázek, což je stav poměrně stabilní, na kterém by se ani v následujících kvartálech nemělo nic měnit. U Fortuny je v Česku zaregistrováno 343 tisíce sázkařů, což z ní dělá po Tipsportu druhou největší sázkovou kancelář v zemi. Potenciál dalšího růstu spatřujeme zejména v segmentu online sázení, retail bude nadále utlumován. Navíc se od roku 2017 očekává změna legislativy, která umožní sázkařům registrace i prostřednictvím internetu. Odpadne tak nutnost udržovat hustou pobočkovou síť.

Na Slovensku došlo k poměrně zajímavému vývoji. Po únorovém zrušení manipulačního poplatku vybíraného u online sázek výrazně vzrostl zájem sázkařů o tento segment. Fortuna zaregistrovala dvouciferný nárůst objemu vsazených prostředků prostřednictvím internetu, což zvýšilo podíl slovenského trhu na celkových přijatých sázkách firmy až na 30 % z dřívějších 27 %. Významnost Slovenska tak vzrostla zpět na úroveň z let 2011 až 2012. Odvrácenou stranou rostoucí obliby online sázení je silnější pokles marží hrubých výher a vyšší daňové odvody.

V Polsku se situace příliš nezměnila. Stále jde o trh, který je zodpovědný za zhruba 13 % veškerých přijatých sázek. Nicméně podíl na hrubých výhrách je citelnější vzhledem k vyšším realizovaným maržím. V Polsku je totiž stále ještě většina sázek přijímána na pobočkách a ne na internetu, jak je tomu v České republice či na Slovensku. Fortuna do tohoto trhu vkládá nadále silné naděje, a to vzhledem k tomu, že pouze 15 % z celkového trhu kurzových sázek v zemi je ovládáno registrovanými sázkovými kancelářemi. Zbytek je zastoupen neregulovanými firmami, které nepodléhají vládnímu zdanění. S novou vládou by se v této otázce mohly konečně hnout ledy.

Rozložení přijatých kurzových sázek dle jednotlivých regionů



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Nadále přitom platí plán managementu expandovat i na další trhy v rámci střední a východní Evropy. První krok již byl učiněn v polovině září, kdy firma poskytla licenci na používání své značky dvěma sázkovým a herním společnostem v Rumunsku, a sice Bet Active Concept a Bet Zone. Jde o firmy, které nově spadají do investičního portfolia skupiny Penta Investments. Tento krok chápeme jako určité bližší sondování podmínek na rumunském trhu bez přímého investičního rizika pro Fortunu. Pokud bude tento pokus úspěšný, předpokládáme, že dojde k začlenění obou těchto společností přímo do struktur Fortuny.

Daňové břemeno v Česku se znovu zvýší

Fortuna působí v odvětví, které je velmi přísně regulováno a zároveň představuje poměrně lákavý cíl pro politiky, co se týče výběru daní. Způsob zdanění se zásadně liší podle země, ve které sázková kancelář působí. V České republice je například uplatňována nad rámec klasické daně z příjmů právnických osob i loterijní daň, jejímž předmětem jsou zde realizované hrubé výhry. Aktuálně je v platnosti sazba 20 % z této položky. Už od příštího roku však dojde s nejvyšší pravděpodobností k navýšení této sazby až na 23 %, což pro Fortunu bude znamenat poměrně citelný negativní dopad do jejího hospodaření. Odhadujeme, že tímto vlivem dojde ke snížení EBITDA o 2 mil. EUR. Další navýšení daňové sazby je naplánováno na rok 2017, kdy by mělo zdanění vzrůst z 23 % hrubých výher až na 25 %.

V Polsku a na Slovensku je ve zdanění sázkových kanceláří uplatňován odlišný princip výpočtu. Namísto hrubých výher jsou jako předmět daně brány již samotné přijaté sázky. Na Slovensku je na daních odváděno 6 % z přijatých sázek, v Polsku je to 12 %. Tento způsob považujeme oproti tomu českému za pro sázkové kanceláře méně férový. Neodráží totiž to, kolik peněz ve firmě z přijatých sázek zůstane. Daní se jednoduše celý obrat, který jen pramálo vypovídá o následné ziskovosti sázkové kanceláře. Patrný je tento vliv zejména nyní, v době, kdy Fortuně vlivem rostoucí obliby online sázek výrazně rostou vsazené objemy, nicméně hrubé výhry rostou mnohem nižším tempem kvůli klesajícím maržím.

Například za 3Q firma dle našeho odhadu zaplatila na loterijní dani 10,3 mil. EUR. Uvádíme odhad a ne oficiální číslo kvůli tomu, že firma tyto informace na kvartální bázi neposkytuje. Pokud by se i v Polsku a na Slovensku uplatňovala stejná forma zdanění jako v ČR, tedy 20 % z realizovaných hrubých výher, byla by loterijní daň o 2,5 mil. EUR nižší. Za dosavadních 9M letošního roku rozdíl mezi těmito dvěma přístupy vzroste až na 8,3 mil. EUR. Vzhledem k velké nepopulárnosti případných úlev pro sázkové kanceláře mezi voliči však nelze v nejbližší budoucnosti očekávat změny v poměrně přísném systému zdanění ani v jedné z těchto zemí. Spíše jsou cítit tlaky v České republice na ještě vyšší zdanění tohoto typu podnikání.

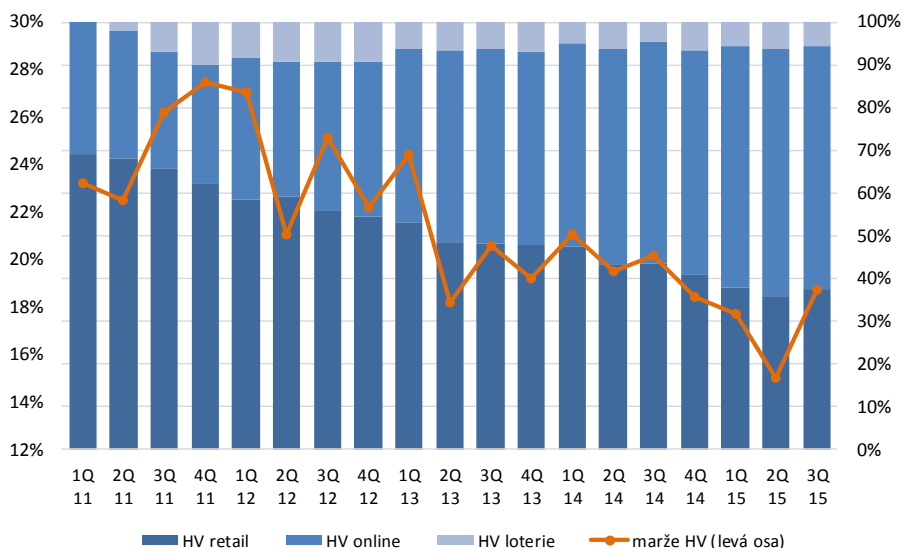
Zájem o online sázky roste, pobočky dál ztrácí svůj lesk

Fortuna se čím dál více profiluje jako online sázková kancelář, což souvisí s obrovským růstem zájmu sázkařů o live sázky. Tento trend je navíc podpořen velmi rychlým nástupem chytrých telefonů a tabletů, přes které lze tyto sázky realizovat. Zlom přišel v prvním čtvrtletí roku 2014, kdy se poprvé v historii společnosti vyrovnaly hrubé výhry generované online sázkami hrubým výhrám z pobočkové sítě. Nyní je již za 60 % celkových hrubých výher z kurzových sázek zodpovědný online segment. Obliba online sázení byla dále podpořena zrušením manipulačního poplatku z roku 2013 v ČR a letos i na Slovensku.

Předpokládáme, že tento trend přesunu sázkařů na internet bude nadále pokračovat. Kromě již patrného vlivu v podobě růstu oblíbenosti live sázek za ním budou stát i dva další významné faktory. Tím prvním je plánované zrušení povinnosti registrace nových klientů pouze prostřednictvím poboček. Nově to bude od roku 2017 možné i přes internet. Dojde tak ke ztrátě jedné z hlavních funkcí sítě kamenných provozoven, která stála za jejich přetrvávající podporou ze strany managementu. Tím však netvrdíme, že by mělo dojít k úplnému zrušení poboček. Stále budou mít své zákazníky, kteří internetovým sázkám příliš neholdují.

Druhým zásadním faktorem, který stojí za námi očekávaným růstem významnosti online segmentu, jakožto prodejního kanálu sázkové firmy, je chystané spuštění internetového kasina. K zahájení jeho provozu by mělo dojít od roku 2017. Dříve to kvůli chybějící legislativě není možné.

Vývoj podílu jednotlivých prodejních kanálů na celkových hrubých výhrách (HV)



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Nárůst podílu online segmentu na celkových hrubých výhrách má však i svou stinnou stránku. Tu znázorňuje oranžová křivka, čili vývoj marží hrubých výher. Tento ukazatel je ovlivňován kromě výsledků sportovních utkání i poměrem mezi hrubými výhrami generovanými online segmentem a retailem. Zejména rychlé live sázky, které si sázkaři velmi oblíbily, jsou spojeny s velmi nízkými maržemi. Odhadujeme je na zhruba polovinu průměrně dosahovaných marží hrubých výher firmy. Další silně negativní vliv na marže mělo zrušení výběru manipulačního poplatku na Slovensku, jimž byly zčásti kompenzovány výdaje na loterijní daň.

Předpokládáme, že i v budoucnu bude pokračovat trend postupného poklesu marží hrubých výher. Nejvýraznější podíl na tom bude mít pokračující navyšování důležitosti online segmentu, které bude ještě citelnější po spuštění online kasina. Hrozbou pro úroveň marží je i případné zrušení manipulačního poplatku z internetových sázek v Polsku, což je jediná země, kde jej Fortuna ještě vybírá. Jeho zrušení se prozatím Fortuna vyhnula vzhledem k tomu, že právě v Polsku je na rozdíl od jiných regionů tržním lídrem.

Masivní investice do nových produktů pokračují

O výrazných změnách v managementu společnosti jsme psali již v naší květnové analýze. Od té doby došlo k ještě ke dvěma obměnám v užším vedení firmy. Hlavního bookmakera Ondřeje Vícha nahradil Michal Hanák a na místě generálního ředitele Fortuny SK vystřídal Marka Bieleho Andrej Sokol. Zejména na zprávy o konci hlavního bookmakera reagovali investoři negativně, což jen názorně doložilo jejich averzi vůči pokračujícímu personálnímu zemětřesení ve firmě. Očividně by již uvítali větší personální stabilitu společnosti.

Od druhého čtvrtletí, kdy byla poprvé představena vize nového managementu, jsme se nedozvěděli moc dalších podrobností o dalším směřování firmy. Fortuna bude v nejbližších obdobích citelně navyšovat investice do nové platformy a přípravy svého online kasina. CAPEX by měl letos vzrůst na zhruba trojnásobné úrovni oproti loňsku (na 9 mil. EUR), což je méně oproti původně odhadovanému 3-4 násobku (na 9-12 mil. EUR). Co se však nestihne proinvestovat letos, bude přesunuto do první poloviny příštího roku. Investice směřují zejména do nové online platformy, přičemž cílem je připravit veškeré technické zabezpečení pro spuštění online kasina.

Letošní a příští rok tak bude ve znamení příprav k budoucí expanzi firmy. Samotný management tyto přípravy označuje jako „budování základů“. Další fáze by měla být plná maximalizace užitku z těchto investic, což by ideálně mělo vést k získání dominantního postavení Fortuny na středoevropském trhu kurzových sázek i online hazardních her. Od roku 2017 se také počítá s výrazným navýšením cash flow společnosti, které bude následně využito k expanzi Fortuny prostřednictvím akvizic na nové trhy v rámci regionu střední a východní Evropy (CEE).

Konkrétně je vize managementu postavena na těchto třech základních pilířích:

- Navýšení tržního podílu na dosavadních trzích díky větší regulaci činností neregulovaných společností a posílení atraktivity vlastních služeb
- Rozšíření nabídky produktů o hry v rámci online kasina
- Regionální expanze na další trhy střední a východní Evropy prostřednictvím akvizic

Oproti prvotnímu představení této strategie se tak nic zásadního nemění. Jedinými zajímavějšími informacemi je již popsán nižší než původně očekávaný náběh investic pro letošní rok, což však bude dohnáno v roce příštím. Také jsme se dočkali naznačení toho, který z trhů regionu CEE Fortunu nejvíce zajímá. Je to Rumunsko, kde firma poskytla své jméno dvěma společnostem zabývajícími se kurzovými sázkami a online hazardními hrami.

Proč zrovna Rumunsko? Jde o zemi, která má poměrně liberální legislativu vůči sázkovým kancelářím, příznivou formu zdanění a hlavně velký potenciál růstu trhu při slabší konkurenci než jak je tomu v České republice či na Slovensku.

Kromě této příznivé zprávy, jsme se však dočkali i informací pro Fortunu negativních. Jde hlavně o zpoždění ve schvalovacím procesu nového loterijního zákona. Ten měl dle původních odhadů platit již od ledna příštího roku, což by znamenalo teoretickou možnost spuštění online kasina ještě v roce 2016. Nově se však s přijetím tohoto pro Fortunu klíčového dokumentu počítá až od roku 2017. Nový loterijní zákon má také upravovat zdanění pro kurzové sázky a loterie. Dojde k nárůstu jednotné daně z 23 % na 25 % z celkových v ČR realizovaných hrubých výher. Příznivé pro licencované sázkové kanceláře je to, že bude řešit také činnost neregulovaných konkurentů, kteří v České republice podnikají, ale neplatí daně. Dle nového zákona budou takovýmito firmám blokovány internetové stránky spolu s jejich platebními účty.

Na dividendu to nevypadá ani v příštím roce

Fortuna se nyní nachází ve fázi zásadního přerodu, v rámci kterého by ze sázkové kanceláře měl stát plnohodnotný poskytovatel všech druhů hazardních her tak, jak je to běžné na západoevropském herním trhu. Proto byl koneckonců vyměněn celý užší management, kterému nyní velí člověk s bohatými zkušenostmi právě ze segmentu online kasina. Pro investory zvyklé na tučné dividendy od Fortuny jde o špatnou zprávu, alespoň co se týče výhledu na nadcházející roky.

Změna firemní strategie spočívající v expanzi na nové trhy, a to jak produktem tak i geograficky, totiž neznamená nic jiného, než nárůst investičních nákladů. Jen v letošním roce by CAPEX měl vzrůst na trojnásobek z loňských 3 mil. EUR, přičemž ještě výraznější nárůst očekáváme v roce příštím, pravděpodobně až na 12 mil. EUR. Do příštího roku by se totiž měla přenést část investic původně určena pro rok letošní. I během nejbližších dalších let předpokládáme zvýšenou potřebu investic, kterou si vyžádá průběžná modernizace nové herní platformy.

Po investiční fázi chystá Fortuna, jak bylo již popsáno výše, využít své v té době již silné cash flow k expanzi na nový trh formou akvizice. Ani po roce 2017 tedy nelze očekávat obdobnou výši dividendy, na kterou byli akcionáři Fortuny navyklí z minulých let. Dříve či později by si však Fortuna měla znovu získat svou dividendovou pověst. Pro Pentu, majoritního akcionáře firmy, jde totiž v první řadě o finanční investici, od které očekává návratnost, a to i v podobě pravidelných výplat dividend. Tento scénář je samozřejmě podmíněn úspěchem nové strategie a tedy absencí obdobného investičního fiaska, jaké měli investoři možnost vidět v podobě projektu loterie.

Níže nabízíme svůj pohled na možný vývoj výše dividendy u Fortuny. Dříve jsme předpokládali, že po přerušení výplat podílů na čistém zisku dojde k jejich opětovnému zavedení už v příštím roce. Vzhledem k odsunutí významné části investičních nákladů až na příští rok však tento svůj náhled měníme a nově předpokládáme, že se dividendy začne vyplácet až ze zisku roku 2016, tedy v roce 2017. Měla by však nadále být spíše symbolická, odhadujeme 30% dividendový výplatní poměr. S postupným navyšováním tohoto poměru a tedy s růstem atraktivity dividendy počítáme od roku 2019.

Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii, mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Odhad vývoje čistého zisku	15928	10932	10048	10625	11089	13113	13121
Odhad dividendy vyplácené ze zisku daného roku	0,00	0,00	0,06	0,06	0,06	0,13	0,13
Předpokládaný výplatní poměr	0%	0%	30%	30%	30%	50%	50%

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Nová dlouhodobá dividendová politika bude managementem oficiálně oznámena až po skončení fiskálního roku 2015, tedy pravděpodobně až s vydáním reportu celoročních výsledků hospodaření K tomu dojde v březnu příštího roku.

Porovnání základních finančních ukazatelů Fortuny se sektorem

Fortuna patří s tržní kapitalizací kolem 4 mld. CZK mezi drobné evropské sázkové kanceláře. Dominantním subjektem je zde irský Paddy Power s tržní kapitalizací 133 mld. CZK následován britským William Hill při tržní kapitalizaci 113 mld. CZK. Nejbližší Fortuně je z hlediska tržní kapitalizace Bet-At-Home.com, již trh oceňuje na 8,7 mld. CZK, další nejbližší je až 888 Holdings s tržní kapitalizací 22 mld. CZK. Tabulka níže tak srovnává spíše trpaslíka s obry v oboru.

	P/E 16	EV/EBITDA 16	EBITDA marže	ROE	ROA	Dividendový výnos	Míra zadluženosti
Bwin.Party Digital Entertainment	25,2	12,3	13,5	0,7	0,5	3,5	66,3%
Bet-At-Home.com	12,9	6,4	28,2	45,8	31,3	1,3	34,3%
888 Holdings	17,2	9,2	17,2	25,5	12,3	6,2	121,9%
Ladbrokes	16,8	24,1	5,6	n.a.	-2,1	5,7	264,5%
William Hill	13,1	9,8	25,3	16,1	7,5	4,1	102,3%
Paddy Power	29,2	14,4	24,0	41,5	24,6	8,6	63,7%
Unibet Group	21,4	21,0	23,3	26,5	15,4	2,6	42,1%
Medián sektoru	17,2	12,3	23,3	26,0	12,3	4,1	66,3%
Průměr sektoru	19,4	13,9	19,6	26,0	12,8	4,6	99,3%
Fortuna	13,6	8,8	24,2	53,0	17,6	0,0	200%
Diskont/Prémie k mediánu	-21%	-28%	4%	104%	43%	-100%	202%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

V porovnání s mediánem sektoru jsou akcie Fortuny velmi příznivě oceněny. V současnosti se obchodují za necelý čtrnáctinásobek očekávaných ročních čistých zisků, což znamená 21% diskont oproti úrovním běžným v odvětví. Tento jev pravděpodobně souvisí s letošním přerušением výplat dividend společnosti v kombinaci s nejistotou spojenou s masivními investicemi do nových herních produktů. Předpokládáme, že se tento diskont nevymaže do té doby, než investoři získají hmatatelný důkaz ohledně smysluplnosti a hlavně tedy výnosnosti těchto investic. Vzhledem k možnosti spuštění internetového kasina nejdříve až v roce 2017 se tak akcie Fortuny budou obchodovat s viditelným diskontem nejspíše i v příštím roce.

I na úrovni EV/EBITDA lze vidět obdobný jev, kdy akcie Fortuny vykazují výrazné podhodnocení ve srovnání s hodnotami u ostatních titulů ze sektoru. Celková hodnota firmy dle její enterprise value je nyní pouze devítinásobkem očekávané EBITDA pro příští rok. Medián firem ze sektoru je přitom až na dvanáctinásobku odhadované EBITDA. I zde je citelný vliv aktuálních negativních faktorů, které stály za letošním výprodejem akcií Fortuny (zrušení dividendy, změny ve firemní strategii,...).

Sázky stále lákají, investoři se obávají nejistoty

Letošní rok je z pohledu přijatého objemu kurzových sázek neúspěšnějším v historii Fortuny. Předpokládáme, že se v tomto ohledu podaří poměrně snadno překonat managementem predikované úrovně 790 mil. EUR, konkrétně odhadujeme 810 mil. EUR. Přijaté sázky by se tak v meziročním vyjádření měly navýšit o více než pětinu, za čímž stojí převážně vliv nárůstu zájmu zákazníků Fortuny o live sázky.

Rok 2016 bude významnými sportovními událostmi velmi nabitý, což by mělo dále podpořit objemy vsazených finančních prostředků. Od 10. června začíná měsíc trvajících Mistrovství Evropy ve fotbale, kam se podařilo kvalifikovat všem pro Fortunu významným zemím, tedy České republice, Slovensku i Polsku. Srpen bude patřit Letním olympijským hrám v Riu de Janeiru. To jsou důvody, proč očekáváme, že i v příštím roce vzroste objem přijatých sázek znovu dvouciferným tempem. Konkrétně o 10 % y/y na 891 mil. EUR.

Dopad růstu přijatých sázek na položku hrubých výher bude následně odvislý od výsledků jednotlivých sportovních klání. Pokud se bude nadměrně dařit favoritům, bude růst hrubých výher oproti přijatým sázkám utlumený a naopak, pokud budou sportovní události bohaté na překvapivé výsledky, dojde k vyššímu posílení marží hrubých výher. Tento pro Fortunu klíčový faktor však samozřejmě nelze dopředu spolehlivě odhadovat. Trend nižších marží v porovnání s předchozími lety by však měl být zachován, a to vzhledem k sílícímu podílu on line sázek na celkových přijatých sázkách.

Oproti dříve odhadovaným úrovním významných finančních ukazatelů jsme při aktualizaci této analýzy příliš zásadních změn neprováděli. Nadále tak platí naše očekávání postupného nárůstu objemu přijatých sázek, který by měl být od roku 2017 podpořen i rozšířením nabídky Fortuny o služby internetového kasina. Marže hrubých výher by se dle naší predikce měly pohybovat pod 17 %. Tyto odhady však vzhledem k probíhajícím změnám ve společnosti v kombinaci s mnoha legislativními úpravami s přímými dopady na hospodaření společnosti čelí poměrně významným rizikům a to jak směrem nahoru, tak i dolů. Velká nejistota konec konců stojí i za tím, že se akcie Fortuny obchodují se zvýšeným diskontem oproti mediánu ocenění celého sektoru.

Srovnání původních a nových odhadů vybraných ukazatelů

mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Přijaté sázky (nový)	672,43	810,00	891,00	935,55	972,97	1 002,16	1 044,25
Přijaté sázky (původní)	-	796,00	875,60	910,62	947,05	984,93	1 024,33
Rozdíl (%)	-	1,8%	1,8%	2,7%	2,7%	1,7%	1,9%

mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gross Win (nový)	132,61	138,02	149,69	154,37	160,54	166,36	173,35
Gross Win (původní)	-	139,30	148,85	154,81	161,00	167,44	172,09
Rozdíl (%)	-	-0,9%	0,6%	-0,3%	-0,3%	-0,6%	0,7%

mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Čistý zisk (nový)	15,93	10,93	10,05	10,62	11,09	13,11	13,12
Čistý zisk (původní)	-	11,46	9,46	9,90	11,80	12,88	13,59
Rozdíl (%)	-	-4,6%	6,2%	7,3%	-6,0%	1,8%	-3,5%

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Stanovení cílové ceny

Cílovou cenu akcií Fortuny stanovujeme již tradičně s využitím dvoufázového modelu diskontovaných očekávaných peněžních toků, a to pro horizont dvanácti měsíců. Oproti naší předchozí analýze došlo pouze k několika kosmetickým změnám v odhadovaném vývoji hospodaření analyzované společnosti. Jen velmi lehkých úprav doznalo i samotné nastavení vstupních parametrů našeho oceňovacího modelu.

Předně jsme přikročili k mírnému snížení úrovně požadované bezrizikové sazby. Ta se odvíjí od výnosů desetiletých vládních dluhopisů zemí, kde Fortuna působí. Jde tak o dluhopisy České republiky, Slovenska a Polska. Dluhopisové trhy těchto regionů doznaly vzhledem k rozvolněné měnové politice centrálních bank razantního oživení, což se projevilo reálným poklesem věřiteli požadovaných výnosů. Zjištěné úrovně výnosů vážíme dle podílu každého trhu na přijatých sázkách Fortuny, což nám dává výslednou hodnotu bezrizikové sazby na 1,18 % oproti dřívějším 1,55 %.

Riziková prémie zůstává prakticky zachována na 6,9 %. Jde o hodnoty vyplývající z dat profesora A. Damodarana, které následně vážíme dle stejného klíče, jako je tomu u bezrizikové sazby.

Na náklady vlastního kapitálu působí provedené změny v nastavení bezrizikové sazby příznivě. Kalkulované náklady vlastního kapitálu tak poklesly z dřívějších 8,44 % na 8,08 %. Náklady dluhu po zdanění byly pro první fázi ponechány na 3 %, hodnota pro druhou fázi byla mírně zredukována na aktuálních 3,5 % z původních 4 %. Další změnou provedenou u druhé fáze ocenění je mírné navýšení podílu vlastního kapitálu na celkovém financování firmy vzhledem k rychlejšímu než původně očekávanému snižování zadlužení.

Výsledkem těchto úprav je mírné snížení průměrných vážených nákladů kapitálu pro první fázi z 5,72 % nově na 5,54 %. U pokračující hodnoty dochází naopak k mírnému navýšení WACC, a to z původních 7,65 % na aktualizovaných 8,06 %.

Celkově mají výše zmíněné úpravy na změnu cílové ceny mírně negativní vliv.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální nastavení		Původní nastavení	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	1,18%	3,50%	1,55%	3,70%
Riziková prémie	6,90%	7,60%	6,89%	7,60%
Beta	1	1	1	1
Náklady vl. kapitálu	8,08%	11,10%	8,44%	11,30%
Náklady dluhu po zdanění	3,00%	3,50%	3,00%	4,00%
Váha vl. kapitálu	50%	60%	50%	50%
Váha dluhu	50%	40%	50%	50%
WACC	5,54%	8,06%	5,72%	7,65%
Dlouhodobý růst		1,0%		1,0%
ROIC		20,08%		19,19%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Dle parametrů výše odhadujeme současnou hodnotu společnosti na 191 mil. EUR. Po započtení čistého dluhu 21,9 mil. EUR stanovujeme čistou současnou hodnotu na 169,6 mil. EUR. V přepočtu na jednu akcii, jichž v současnosti je 52 mil. kusů, to znamená 3,3 EUR neboli 88 CZK při kurzu 27 CZK/EUR.

Po převodu této hodnoty do budoucího období dvanácti měsíců s využitím diskontní sazby 5,54 % (WACC pro první fázi), vychází roční cílová cena 93 CZK.

Stanovení 12M cílové ceny

mil. eur	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
EBIT po zdanění	19,2	13,1	11,9	12,5	12,9	15,1	15,2
Odpisy	4,3	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	
Δ prac. kapitálu	-1,4	-1,3	0,7	-1,2	-0,5	-0,8	
Capex	-3,1	-9,0	-12,0	-6,4	-5,7	-6,3	
Volné CF	19,1	7,5	5,7	10,1	12,2	13,8	
Pokračující hodnota							203,5
Disk. volné CF	19,1	7,5	5,4	9,1	10,4	11,1	155,4
Současná hodnota	191,4						
Čistý dluh	21,9						
Čistá současná hodnota	169,6		3,261104				
Čistá současná hodnota na akcii (EUR)	3,3						
Čistá současná hodnota na akcii (CZK)	89,0						
Roční cílová cena akcie (CZK)							93

Zdroj: Cyrrus

Závěrečná cena akcií Fortuny na BCPP k 15. prosinci 2015 byla 80,8 CZK, což představuje téměř 15% prostor do naší roční cílové ceny. S dividendovým výnosem přitom ani pro příští rok nepočítáme, a tak pouze samotné kapitálové zhodnocení představuje investorův potenciální výnos. Dle metodiky uvedené na předposlední straně tohoto dokumentu stanovujeme investiční doporučení na stupeň „Akumulovat“, čímž je změněno předchozí „Držet“.

Níže uvedená tabulka 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 průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) a rentabilita investovaného kapitálu (ROIC).

Citlivostní analýza

		ROIC				
		13,9%	16,4%	18,9%	21,4%	23,9%
WACC	7,0%	106	107	108	108	109
	7,5%	98	99	100	101	101
	8,1%	91	92	93	93	94
	8,6%	85	86	87	87	88
	9,1%	80	81	82	82	83

Zdroj: Cyrrus

Rizika nenaplnění cílové ceny

Fortuna nyní prochází velmi bouřlivým obdobím, z čehož vyplývá, že rizik pro naše odhady je hned celá řada. Kritickým bude budoucí nastavení daňové politiky v České republice, přičemž naše predikce počítají s navýšením loterijní daně v příštím roce na 23 % z hrubých výher pocházejících z českého trhu. K dalšímu růstu daňové zátěže by mělo dojít od roku 2017, a to až na 25 %.

Řeší se také situace kolem zahraničních sázkových kanceláří, jež na našem území podnikají bez příslušných licencí a neodvádí daně. Ve střednědobém horizontu očekáváme uvolnění legislativy tak, aby zde mohly tyto společnosti snáze a hlavně legálně působit. Nejdříve by k tomu ale mohlo dojít až od roku 2017.

V této analýze jsme načrtli i možný vývoj budoucí dividendové politiky, která nyní prochází revizí. Námí odhadované dividendové výplatní pásmo v rozmezí 30-50 % je založeno čistě na kvalifikovaném odhadu a od reality se může citelně odlišovat. Štědřejší než očekávaná dividenda by měla za následek výraznější než predikované zhodnocení akcií Fortuna. Naopak delší než predikovaná absence výplat dividendy by mohla vyvolat další prodejní tlak na tomto titulu.

Rizikem budoucího vývoje Fortuny jsou, tak jako to bývá u drtivé většiny firem, aktivity konkurence. V současnosti je firma dvojkou na českém (31 %) i slovenském (34 %) trhu, přičemž v Polsku je s tržním podílem 37 % Fortuna jedničkou. Konkurenční faktor se naposledy projevil v únoru letošního roku, kdy byla analyzovaná společnost nucena následovat krok Tipsportu a také na Slovensku zrušit manipulační poplatek u online sázek. Obdobná situace přitom může nastat i v Polsku.

Samotné fungování společnosti na jednotlivých trzích je závislé na získání licence od místního regulátora. V České republice se vydává licence na dobu 10 let, v Polsku na 6 let a na Slovensku jen na 5 let. Případné neobnovení licencí by mělo silně negativní dopad na naše odhady budoucího hospodaření společnosti.

V neposlední řadě je zde výrazné riziko případného nenaplnění plánů managementu ohledně budoucího růstu firmy prostřednictvím vybudování silné značky v rámci regionu CEE a spuštění projektu online kasina. Vedení se netají plány na budoucí akvizice, z čehož také vyplývá citelné riziko možného přeplacení odkupované firmy.

Jedním z hlavních důvodů současného nadále poměrně příznivého stanovení cílové ceny bylo ponechání relativně nízkých kalkulovaných průměrných vážených nákladů kapitálu. Děje se tak zejména kvůli nadále pozitivnímu vývoji na dluhopisových trzích, od čehož odvozujeme bezrizikové sazby. V případě výraznějšího růstu výnosů vládních dluhopisů by se musely zvýšit i bezrizikové sazby v našem modelu, což by vyústilo v tlak na cílovou cenu.

Zkrácené pro-forma finanční výkazy

Výkaz zisku a ztráty

(tis. eur)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Přijaté sázky	467 881	567 231	672 429	810 000	891 000	935 550	972 972	1 002 161	1 044 252
Hrubé výhry	110 900	116 500	132 606	138 024	149 688	154 366	160 540	166 359	173 346
<i>marže hrubých výher</i>	23,7%	20,5%	19,7%	17,0%	16,8%	16,5%	16,5%	16,6%	16,6%
Výnosy	96 238	97 053	109 617	96 584	103 356	112 834	118 150	123 264	130 174
Provozní náklady	-74 155	-73 732	-81 228	-62 340	-67 039	-73 588	-77 353	-78 766	-84 509
EBITDA	22 083	23 321	28 389	34 244	36 317	39 246	40 797	44 498	45 665
<i>marže EBITDA</i>	22,9%	24,0%	25,9%	35,5%	35,1%	34,8%	34,5%	36,1%	35,1%
Odpisy	-3 660	-3 682	-4 338	-4 751	-4 989	-5 238	-5 500	-5 775	-6 064
EBIT	18 423	19 639	24 051	29 493	31 329	34 008	35 297	38 723	39 602
Finanční náklady (netto)	-2 261	-1 975	-2 737	-1 593	-1 554	-1 482	-1 417	-1 456	-1 492
Zisk před zdaněním	16 162	17 664	21 314	27 900	29 775	32 526	33 880	37 267	38 110
Čistý zisk	12 319	15 573	15 928	10 932	10 048	10 625	11 089	13 113	13 121
<i>marže čistého zisku</i>	12,8%	16,0%	14,5%	11,3%	9,7%	9,4%	9,4%	10,6%	10,1%
EPS	0,24	0,30	0,31	0,21	0,19	0,20	0,21	0,25	0,25

Rozvaha

(tis. eur)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek a goodwill	64 879	60 038	62 316	64 285	64 930	56 768	64 705	64 965	64 995
Ostatní dlouhodobý majetek	9 977	7 817	7 660	8 228	7 077	7 161	7 285	7 392	7 949
Dlouhodobá aktiva	74 856	67 855	69 976	72 513	72 007	63 929	71 990	72 358	72 944
Hotovost	15 480	16 654	15 926	16 401	20 809	22 294	23 875	24 153	25 301
Ostatní oběžná aktiva	4 704	6 517	4 427	5 144	4 162	4 459	4 775	4 831	5 060
Oběžná aktiva	20 184	23 171	20 353	21 545	24 971	26 753	28 650	28 983	30 361
Aktiva celkem	95 040	91 026	90 329	94 058	96 978	90 681	100 639	101 340	103 304
Vlastní kapitál	48 953	27 035	30 080	36 088	46 255	44 846	53 442	52 634	59 866
Dlouhodobé závazky	14 127	40 054	35 839	33 470	27 610	22 358	23 691	24 950	18 982
Krátkodobé závazky	31 960	23 937	24 410	24 527	23 113	23 477	23 507	23 757	24 457
Závazky celkem	46 087	63 991	60 249	57 997	50 723	45 836	47 198	48 707	43 439
Vlastní kapitál a závazky celkem	95 040	91 026	90 329	94 085	96 978	90 681	100 639	101 340	103 304

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 **16.12.2015**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	13
Akumulovat	4	50
Držet	3	38
Prodat	0	0
V revizi	0	0

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 databází Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Investiční strategie, ČEZ, NWR
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Utility, automobilky, ocelárny, těžba
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Banky, technologie, telekomy, komodity
Ladislav Klobása	Brno	ladislav.klobasa@cyrrus.cz	Strukturované produkty
Jana Gajdošíková	Brno	jana.gajdosikova@cyrrus.cz	Data miner

Trading & Sales:

Dušan Jilčík	Brno	jilcik@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

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 Frankfurt Stock Exchange (FWB). 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 nenese 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