

# FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

12. února 2015

## Vyšší zdanění v ČR výrazně ovlivní zisk firmy

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

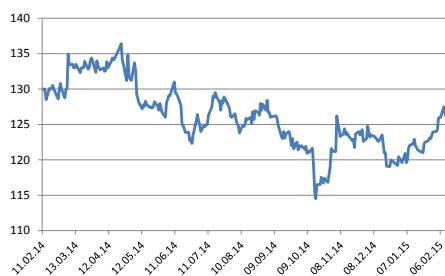
### INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: Akumulovat 12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 138 CZK

Datum vydání analýzy:	12. února 2015
Současná tržní cena:	126 CZK
Potenciál k cílové ceně:	9,5 %
Očekávaný dividendový výnos	6,6 %
Předchozí doporučení:	Koupit
Předchozí cílová cena:	142 CZK

(v mil. EUR; kromě EPS)	2013	2014e	2015e	2016e
Přijaté sázky	567,2	655,1	681,4	701,8
Gross Win	116,5	133,7	130,8	134,7
Výnosy	97,1	111,3	109,9	114,5
EBITDA	23,3	28,5	28,0	24,9
Čistý zisk	15,6	17,4	16,6	14,4
Čistý zisk na akcii (EUR)	0,30	0,34	0,32	0,28

Platné investiční doporučení: Akumulovat  
Cílová cena: 138 CZK

Vývoj akcií FEG v CZK



#### Základní informace o akciích FEG

Data ke dni:	11.2.2015
Cena akcie:	126 CZK
Počet vydaných akcií:	52 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	6,6 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	236,7 mil.
52-week max:	137 CZK
52-week min:	112 CZK
Průměrný denní objem:	3,3 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:	A1C7AM
Bloomberg:	FOREG CP
Reuters:	FOREsp.PR

- Hospodaření Fortuny by mělo za loňský rok doznat poměrně slušného zlepšení oproti roku 2013. Výsledky za 9M dokonce nasvědčují tomu, že bude silněji překonán výhled managementu, který byl prezentován na začátku roku. Výrazné zlepšení přitom registrujeme na všech trzích, kde Fortuna působí, což v loňském roce bylo dáno zejména konáním hned dvou významných sportovních událostí. Mimo to však nadále pokračuje citelný růst oblíbenosti online sázení, a zejména pak tzv. live sázek.
- Postupný růst objemu přijatých sázek očekáváme i v následujících letech, nicméně vývoj nižších úrovní výsledovky by měl být o poznání umírněnější. Hrubé výhry by měly být negativně ovlivněny vyšším podílem online sázek, které jsou oproti retailovým sázkám spojeny s nižšími maržemi. Tento jev není až tak kritický vzhledem k tomu, že online byznys je na druhé straně oproti retailu spojen s nižšími provozními náklady. Vliv na EBITDA je tak poměrně nízký.
- Výrazně horší očekávaný vývoj je patrný na úrovni čistého zisku, a to již od roku 2016. Příčinou je velmi pravděpodobné navýšení loterijní daně. Toto téma, jenž primárně stojí za snížením naší cílové ceny, detailně popisujeme na třetí straně této analýzy.
- Negativní vliv očekávaného poklesu čistého zisku byl z velké části kompenzován navýšením objemu přijatých sázek v kombinaci s poklesem WACC z titulu snížení kalkulovaných bezrizikových úrokových sazeb.
- Po aktualizaci všech vstupních parametrů v našem oceňovacím modelu jsme dospěli k výslednému ocenění celé společnosti na úrovni 247,9 mil. EUR, což při aktuálním kurzu EUR/CZK implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu 138 CZK.
- Oproti naší předchozí cílové ceně stanovené v červnu loňského roku tak jde o mírný pokles. Vůči závěrečné ceně akcií Fortuna na BCPP z 11. února znamená nová cílová cena 9,5% růstový potenciál, což spolu s 6,6% očekávaným dividendovým výnosem představuje celkový roční výnos 16,1 %. Dle pravidel uvedených v metodice na předposlední straně tohoto dokumentu tak měníme naše investiční doporučení ze stupně „Koupit“ na „Akumulovat“.

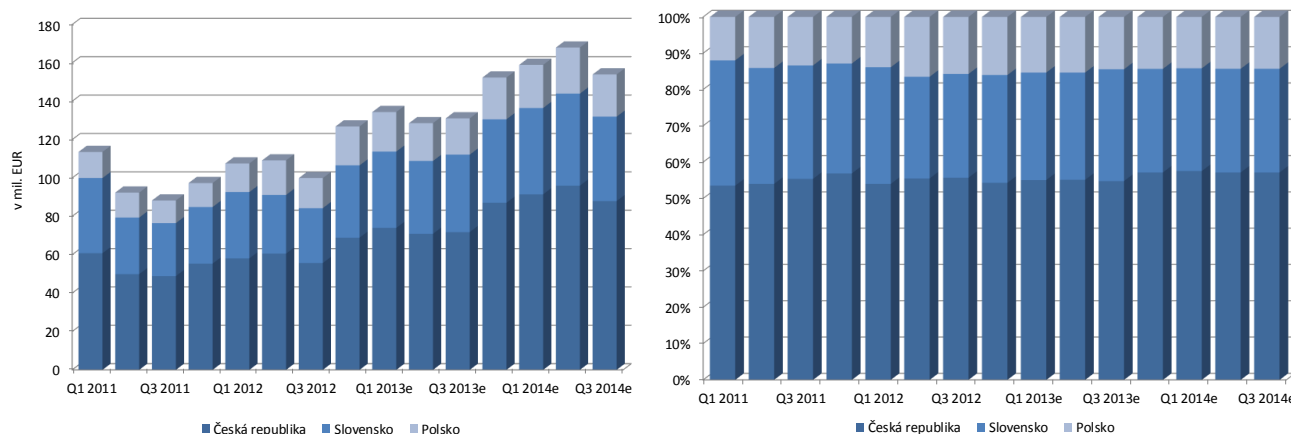
## Obliba Fortuny se mezi sázkaři nadále zvyšuje

Pro Fortunu je historicky nejvýznamnějším trhem Česká republika, přičemž není reálné předpokládat, že se na tom v dohledné době bude něco měnit. Na zdejšímu trhu realizuje Fortuna kolem 55 % veškerých přijatých sázek. Tento podíl se navíc v čase mírně zvyšuje vlivem nadprůměrného růstu objemu v ČR přijatých sázek, což je dáno zejména stále silnější oblibou tuzemského online segmentu. Fortuna prozatím reportovala výsledky hospodaření pouze za prvních devět měsíců loňského roku, nicméně i z nich jasně vyplývá, že je to právě český trh, který je tahounem růstu hospodaření celé firmy.

Za 9M loňského roku došlo k růstu v Česku realizovaných přijatých kurzových sázek o 26,9 % y/y na 274 mil. EUR, což je zhruba o 5 procentních bodů rychlejší růst než u konsolidovaných čísel. Pro celý loňský rok očekáváme udržení silného tempa růstu, přičemž celoroční přijaté kurzové sázky v ČR by se mohly vyšplhat až nad 370 mil. EUR. Letošní nárůst přijatých sázek byl kromě pokračujícího růstu online segmentu s rozšířenou nabídkou live sázek podpořen i konáním hned několika významných sportovních událostí.

Druhým pro Fortunu nejvýznamnějším trhem je Slovensko, kde firma čerpá necelou třetinu celkových sázek. Za 9M loňského roku by to mělo být 138 mil. EUR z celkových 480 mil. EUR, což znamená o několik málo procentních bodů nižší podíl, než bývalo obvyklé v roce 2012 či 2011. Za tímto jevem stojí rychlejší růst přijatých sázek v Polsku a zejména v České republice. Neznamená to však, že by na se na slovenském trhu nedařilo zvyšovat objem přijatých sázek. Jen je zde dosahováno nižšího tempa růstu než na zbylých trzích. Konkrétně za 9M2014 došlo k 14% navýšení zmíněné položky na 135 mil. EUR.

Rozložení přijatých sázek dle regionů



Zdroj: Cyrrus, Fortuna

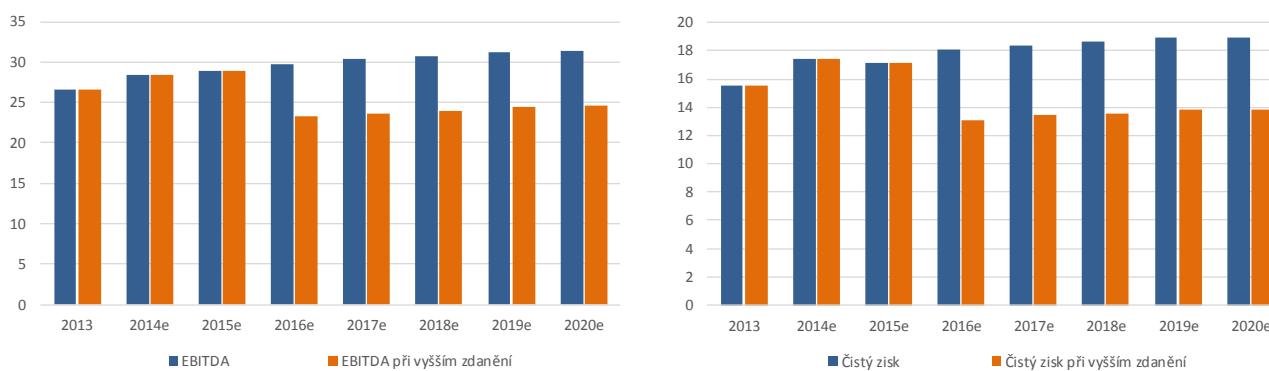
Významnost jednotlivých trhů v čase je více méně stabilní. Mírný pokles významnosti je patrný u slovenského trhu. Největší střednědobý růstový potenciál přitom nadále spatřujeme v Polsku, kde je již nyní Fortuna dominantní sázkovou kancelář s 37% podílem na tamním trhu. Katalyzátorem dalšího případného růstu by bylo uvalení restrikcí na v zemi nelegálně působící sázkové kanceláře, jenž dle odhadů zabírají až 85 % celkového sázkového trhu v zemi.

## Hrozba vyššího zdanění v Česku

Kromě klasické daně z příjmu právnických osob a srážkové daně platí Fortuna i tzv. loterijní daň. Tato daň se vztahuje pouze na hrubé výhry realizované v České republice a dosud činí 20 % z rozdílu mezi v tuzemsku přijatými kurzovými i loterijními sázkami a vyplacenými výhrami. Ministerstvo financí ČR však nedávno představilo návrh na zvýšení této daně na 25 %, od čehož si slibuje vyšší přísun finančních prostředků do státního rozpočtu. Pro sázkové kanceláře je na druhé straně toto opatření výrazně negativní. Prvotní návrh počítal se zvýšením této daně až na 30 %.

Konkrétně pro Fortunu by znamenalo případné zvýšení loterijní daně nárůst daňových nákladů o zhruba tři až tři a půl milionů eur ročně. Toto zvýšení daní by se projevilo 10% poklesem očekávané EBITDA a více než 14% poklesem očekávaného čistého zisku. Dopad tohoto opatření, které by mělo vzejít v platnost v roce 2016 je tlumen tím, že v České republice Fortuna generuje jen zhruba padesát procent celkových hrubých výher. Zbylou polovinu obstarávají činnosti v Polsku a na Slovensku, kterých se nová daň týkat nebude.

Očekávaný vývoj EBITDA a čistého zisku v případě zvýšení loterijní daně (v mil. EUR)



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Celý letošní rok budou mít zástupci sázkových kanceláří ještě na to, aby se pokusili takto výrazný nárůst daně prostřednictvím lobbingu odvrátit či alespoň zmírnit. Předpokládáme však, že nový návrh přílišných změn nedozná a nakonec opravdu vstoupí v platnost.

Předmětem nových úprav v loterijním zákoně však není pouze modifikace daňových sazeb, ale také změna přístupu k zahraničním sázkovým kancelářím. Těm by mělo být nově znemožněno podnikání na českém trhu v případě, že zde nebudou odvádět daně. Mezi restriktce, které by stát využil, by mělo spadat i případné blokování v Česku provozovaných serverů či odchozích plateb od sázkařů. Pokud by se opravdu vyplnil záměr ministerstva a došlo by k útlumu českého nelegálního sázkového trhu, který je obdobně velký jako ten legální, mělo by to příznivý dopad na sázkové kanceláře, Fortunu nevyjímaje. Tento vliv však pravděpodobně nebude tak silný, aby mohl kompenzovat negativní vliv vyšší daně.

## I přes vysoký výplatní poměr dividenda zřejmě poklesne

Fortuna je tradičně brána jako dividendový titul, což je dáno poměrně stabilním generováním vysokých čistých zisků při štědrém dividendovém výplatním poměru. Ten je stanoven na 70-100 % ročního konsolidovaného čistého zisku a prozatím nebyl nikdy porušen. Ke spokojenosti akcionářů se naopak povětšinou pohyboval na horní hranici uvedeného pásma.

Výjimkou byla dividenda vyplacená v loňském roce, která byla pouze na 73,5 % dosaženého čistého zisku za rok 2013. Management tehdejší rozhodnutí vysvětlil potřebou tvorby likvidní rezervy vzhledem k blížícímu se fotbalovému šampionátu. Akcionáři se museli spokojit s nižší dividendou také kvůli investici Fortuny do společnosti Intralot Czech, jejíž přesná hodnota s ohledem na zachování obchodního tajemství nebyla zveřejněna. Odhadujeme však, že se pohybovala v jednotkách milionů eur.

Obě příčiny volby nižšího dividendového výplatního poměru byly pouze jednorázového charakteru a neměly by tak již ovlivňovat rozhodování managementu o letošním nastavení dividendy. Předpokládáme tedy návrat k tradiční úrovni kolem 90 %, čímž by v kombinaci s meziročním růstem čistého zisku mělo dojít k posílení vyplacené dividendy z loňských 0,22 EUR až na 0,30 EUR.

Na druhou stranu by ale mělo jít o jednu z posledních větších dividend Fortuny. Konkrétně ještě v roce 2015 bude vysoká dividenda kolem 0,30 EUR dle našich odhadů udržena, nicméně poté by měl následovat pokles až k 0,25 EUR. Příčinou bude propad úrovně čistého zisku, jenž zapříčiní od roku 2016 platná nová loterijní daň.

### Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii, mil. EUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Odhad vývoje čistého zisku	15573	17422	16562	14370	13610	14357	13886	14528
Odhad vývoje dividendy	0,22	0,30	0,29	0,25	0,24	0,25	0,24	0,25
Předpokládaný výplatní poměr	74%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

## Porovnání základních finančních ukazatelů Fortuny s konkurencí

Fortuna patří s tržní kapitalizací kolem 6,6 mld. CZK mezi menší evropské sázkové kanceláře. Dominantním subjektem je zde britský William Hill s 122 mld. CZK tržní kapitalizací následován dalším britským obrem, a sice Paddy Power s tržní kapitalizací 94 mld. CZK. Průměrná tržní kapitalizace níže uvedených firem je 45 mld. CZK, z čehož vyplývá, že srovnáváme spíše trpaslíka s obry v oboru.

### Srovnání s odvětvím

	P/E	EV/EBITDA	EBITDA marže	ROE	Dividendový výnos	Míra zadluženosti	Úrokové krytí
Bwin.Party Digital Entertainment	21,6	9,7	22,8	-6,2	3,4	59,0%	89,2
Bet-At-Home.com	13,0	8,9	20,1	36,8	1,2	71,2%	n.a.
888 Holdings	16,3	9,1	19,6	29,2	6,2	92,7%	n.a.
Ladbrokes	13,4	7,8	17,1	10,2	8,9	189,9%	6,3
William Hill	14,2	9,9	25,0	18,0	3,7	124,5%	7,8
Paddy Power	23,2	14,7	23,8	41,9	2,1	80,8%	482,5
Unibet Group	15,8	12,5	28,2	50,9	2,5	47,7%	101,1
<b>Medián sektoru</b>	<b>15,8</b>	<b>9,7</b>	<b>22,8</b>	<b>29,2</b>	<b>3,4</b>	<b>81%</b>	<b>89,2</b>
Průměr sektoru	16,8	10,4	22,4	25,8	4,0	1,0	137,4
<b>Fortuna</b>	<b>13,6</b>	<b>9,3</b>	<b>21,3</b>	<b>57,6</b>	<b>6,6</b>	<b>236,7</b>	<b>8,5</b>
<b>Diskont/Prémie k mediánu</b>	<b>-14%</b>	<b>-4%</b>	<b>-6%</b>	<b>97%</b>	<b>95%</b>	<b>192%</b>	<b>-90%</b>

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Ocenění Fortuny je v porovnání se sektorem poměrně příznivé. Dle ukazatele P/E se v současnosti její akcie obchodují s 14% diskontem oproti mediánu celé skupiny. Určité podhodnocení potvrzuje i ocenění dle EV/EBITDA, které je 4 % pod běžnou úrovní konkurence. Nižší ocenění je u Fortuny dlouhodobým jevem a je pravděpodobně způsobeno její menší velikostí oproti srovnávaným firmám. Také je zde cítit efekt mírně nižších marží a hlavně mnohem vyššího zadlužení.

Fortuna nyní operuje s cizím dluhem, jenž je na více než dvojnásobně vysoké úrovni oproti vlastnímu kapitálu. Medián sektoru je přitom naprosto opačný – tedy vyšší vlastní kapitál než cizí dluh. U Fortuny tomu bývalo obdobně, ovšem jen do roku 2012, kdy došlo k vyplacení vysoké mimořádné dividendy z emisního ážia a části nerozdělených zisků minulých let. Tato výplata byla přitom financována novým bankovním úvěrem. Výsledkem tak bylo meziroční snížení vlastního kapitálu o 45 % a zároveň meziroční navýšení cizích zdrojů o 39 %, což vyústilo v současnou vysokou zadluženost.

Vysoká rentabilita vlastního kapitálu by byla za jiných okolností jistě příznivým jevem, nicméně zde je spojena s výše uvedeným extrémem, kdy je činnost Fortuny na rozdíl od konkurence v mnohem silnější míře financována cizím kapitálem.

Společným rysem pro celé odvětví jsou poměrně štedré dividendy. Fortuna není přitom žádnou výjimkou. Management dlouhodobě drží vysoký dividendový výplatní poměr, konkrétně jde o 70-100 % ročního čistého zisku. Dividendový výnos je v současnosti silněji nad průměrem celého sektoru.

## Snižujeme odhadovaný vývoj čistého zisku vlivem vyšších daní

Loňský rok se dozajista zapíše do historie Fortuny jako velmi úspěšné období. Celkové přijaté sázky by dle našich odhadů měly vzrůst nejméně o 15 % y/y na 655 mil. EUR, na čemž by se měly podílet všechny trhy, kde Fortuna působí. Výraznou měrou samozřejmě přispělo konání hned dvou významných sportovních událostí, a sice Zimních olympijských her v Soči z 1Q a fotbalový šampionát v Brazílii z přelomu 2Q a 3Q.

Mimo to se ale na daří Fortuně lákat nové sázkaře i prostřednictvím inovací internetového sázení, kde výrazně vzrostla nabídka, přičemž rozvoje se dočkaly tzv. live sázky. Vzhledem k velmi přívětivým číslům za 9M zvyšujeme naše odhady celkového objemu přijatých sázek za rok 2014. K navýšení odhadů přistupujeme i přesto, že i námi dříve uváděná úroveň 648 mil. EUR byla mírně nad managementem stanoveným cílem.

Mírně navyšujeme i náš výhled na další období, k čemuž nás přiměl velmi silný trend růstu počtu registrovaných sázkařů. Ten sice bude pravděpodobně oslaben vlivem absence významnějších sportovních událostí v letošním roce, nicméně bude na druhé straně podpořen stále pokračujícím zvyšujícím se zájmem o internetové sázení. V nejbližších letech by navíc měl být představen a samozřejmě i realizován projekt online kasina, který by měl dále přispět k růstu objemu přijatých sázek. Více informací k tomuto tématu bychom se mohli dozvědět již k 5. březnu, kdy budou představeny předběžné finanční výsledky za rok 2014.

Při reportu celoročních výsledků bychom se také mohli dozvědět více k postoji vedení Fortuny vůči nově navrhované loterijní dani. Ta totiž bude dle našich odhadů znamenat citelně negativní zásah do výsledků hospodaření společnosti. Konkrétně by měla vyústit v desetinový pokles EBITDA a až 14% pokles čistého zisku mezi lety 2015 a 2016. Oproti našim původním odhadům však tak razantní skok na čistém zisku nevidíme, a to kvůli částečné kompenzaci z titulu navýšení očekávaného objemu přijatých sázek, který se přes Gross Win a EBITDA promítne i na čistém zisku.

### Srovnání původních a nových odhadů vybraných ukazatelů

mil. EUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Přijaté sázky (nový)</b>	567,23	655,15	681,35	701,79	722,85	737,30	744,67	759,57
Přijaté sázky (původní)	567,23	648,25	667,69	684,39	698,07	712,03	719,16	733,54
Rozdíl (%)	0,0%	1,1%	2,0%	2,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

mil. EUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Gross Win (nový)</b>	116,50	133,65	130,82	134,74	136,62	137,88	138,51	141,28
Gross Win (původní)	116,50	129,65	128,20	131,40	131,94	133,15	133,76	136,44
Rozdíl (%)	0,0%	3,1%	2,0%	2,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%

mil. EUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Čistý zisk (nový)</b>	15,57	17,42	16,56	14,37	13,61	14,36	13,89	14,53
Čistý zisk (původní)	15,57	15,93	15,66	15,20	15,03	15,10	15,33	15,27
Rozdíl (%)	0,0%	9,4%	5,8%	-5,5%	-9,5%	-4,9%	-9,4%	-4,9%

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

## Stanovení cílové ceny

Cílovou cenu stanovujeme, jako již tradičně, pro horizont jednoho roku, a to využitím dvoufázového modelu diskontovaných očekávaných peněžních toků. Oproti naší předchozí analýze jsme přikročili hned k několika významným změnám ve vstupních parametrech oceňovacího modelu, což zapříčinilo i změnu ve výsledné cílové ceně.

První citelná změna se týká stanovení bezrizikové a rizikové sazby. Bezrizikovou sazbu stanovujeme dle vývoje desetiletých vládních dluhopisů České republiky, Slovenska a Polska, které následně vážíme dle poměru jednotlivých trhů na celkových přijatých sázkách Fortuny. U všech zmíněných dluhopisů došlo k dalšímu snížení jejich výnosů, což se projevilo i v našem modelu. Bezrizikovou sazbu tak pro první fázi ocenění snižujeme z 2,63 % na 1,24 % a pro druhou fázi z 3,7 % na 2,7 %. Tato změna má příznivý dopad na stanovení cílové ceny.

Opačný trend je však patrný u rizikové prémie, kterou stanovujeme dle výpočtů A. Damodarana. Obdobně jako u bezrizikové sazby jsou zjištěné rizikové prémie u jednotlivých zemí váženy dle realizovaného podílu přijatých sázek.

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) se mírně snížily, což je zapříčiněno převážením dopadu snížení bezrizikových sazeb nad vlivem růstu rizikové prémie. Rozložení vah vlastního kapitálu na cizím jsme ponechali na dříve stanovené úrovni.

## Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální nastavení		Původní nastavení	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	1,24%	2,70%	2,63%	3,70%
Riziková prémie	6,82%	7,30%	6,08%	6,50%
Beta	1	1	1	1
Náklady vl. kapitálu	8,06%	10,00%	8,71%	10,20%
Náklady dluhu po zdanění	3,00%	4,00%	3,00%	4,00%
Váha vl. kapitálu	30%	50%	30%	50%
Váha dluhu	70%	50%	70%	50%
WACC	4,52%	7,00%	5,19%	7,10%
Dlouhodobý růst		1,0%		1,0%
ROIC		20,38%		21,19%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Po aktualizaci našeho modelu nám vychází současná hodnota společnosti na 278,2 mil. EUR, což po odečtení čistého dluhu znamená čistou současnou hodnotu 247,9 mil. EUR. V přepočtu na jednu akcii, jichž v současnosti je 52 mil. kusů, to znamená 4,8 EUR neboli 132,1 CZK při kurzu 27,7 CZK/EUR.

Po převodu této hodnoty do budoucího období dvanácti měsíců s využitím diskontní sazby 4,52 % (WACC pro první fázi), vychází roční cílová cena 138 CZK.

### Stanovení 12M cílové ceny

mil. eur	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
EBIT po zdanění	19,7	19,2	16,6	15,7	16,4	16,0	16,7
Odpisy	3,8	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	
Δ prac. kapitálu	-4,4	0,5	-0,5	0,0	-0,1	0,0	
Capex	-4,2	-4,4	-4,1	-4,9	-4,2	-4,8	
Volné CF	15,0	19,3	16,2	15,1	16,6	15,7	
Pokračující hodnota							264,2
Disk. volné CF	14,3	17,7	14,2	12,7	13,3	12,0	193,9
Současná hodnota	278,2						
Čistý dluh	30,3						
Čistá současná hodnota	247,9						
Čistá současná hodnota na akcii (EUR)	4,8						
Čistá současná hodnota na akcii (CZK)	130,1						
Roční cílová cena akcie (CZK)							<b>138</b>

Zdroj: Cyrrus

Závěrečná cena akcií na pražské burze k 11. únoru 2015 byla 126 CZK, což představuje 9,5% prostor do naší roční cílové ceny. Dividendový výnos by přitom měl znamenat dalších 6,6 %, což znamená celkový očekávaný kapitálový výnos akcií Fortuna Entertainment Group 16,1 %. Dle metodiky uvedené na předposlední straně tohoto dokumentu tak stanovujeme investiční doporučení na stupeň „Akumulovat“, čímž je změněno předchozí „Koupit“.

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				
		15,4%	17,9%	<b>20,4%</b>	22,9%	25,4%
WACC	6,0%	158	160	161	161	162
	6,5%	147	148	149	149	150
	<b>7,0%</b>	136	137	<b>138</b>	139	139
	7,6%	127	128	129	129	130
	8,1%	120	121	122	122	123

Zdroj: Cyrrus



## Rizika nenaplnění cílové ceny

Primárním rizikem námi stanovené cílové ceny je další případná úprava v předloženém návrhu na změny v loterijní dani. Náš základní scénář počítá s navýšením loterijní daně pro kurzové sázky ze současných 20 % hrubých výher na 25 %. Během celého letošního roku však mohou být předkládány různé pozměňovací návrhy a vyloučit přitom nelze ani nárůst této daně na dříve zvažovaných 30 %, což by znamenalo silný tlak na hospodaření Fortuny a stejně tak i na naši cílovou cenu.

Nadále se jedná i o situaci kolem zahraničních sázkových kanceláří, jež na našem území podnikají bez příslušných licencí a neodvádí daně. V rámci úpravy loterijní daně by mohla být přijata i nová opatření, jež jim ztíží zdejší podnikání. Čím více se podaří zregulovat tento trh, tím lépe pro tradiční sázkové kanceláře typu Fortuna.

Rizikem budoucího vývoje hospodaření Fortuny jsou samozřejmě i aktivity konkurence. V současnosti je analyzovaná firma dvojkou na českém (31 %) i slovenském (34 %) trhu, přičemž v Polsku je s 37% tržním podílem Fortuna dominantní. Jako silný konkurent se může v poměrně krátké době profilovat Sazka se svou platformou Sazka bet.

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.

Již delší dobou dochází ke snižování kalkulovaných průměrných vážených nákladů kapitálu firmy, což příznivě ovlivňuje její ocenění. Děje se tak zejména kvůli příznivému vývoji na dluhopisových trzích, od nichž odvozujeme bezrizikové sazby. V případě růstu výnosů vládních dluhopisů by se musely zvýšit i bezrizikové sazby v našem modelu, což by vyústilo v tlak na cílovou cenu.

Ve Fortuně došlo ke konci ložského roku k obměně vrcholného managementu (CEO, CFO, CMO). Existuje tak určité riziko, kterému ovšem nyní nepřikládáme přílišnou váhu, že dojde k výraznější změně kurzu směřování společnosti. To by mohlo v konečném důsledku vyústit v odlišný, než odhadovaný vývoj hospodářských výsledků a tudíž i stanovené cílové ceny.

## Zjednodušené finanční výkazy

### Výkaz zisku a ztráty

(tis. eur)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Přijaté sázky	409 344	467 881	567 231	655 145	681 351	701 791	722 845	737 302	744 675	759 568
Hrubé výhry	101 804	110 900	116 500	133 650	130 819	134 744	136 618	137 875	138 510	141 280
<i>marže hrubých výher</i>	24,9%	23,7%	20,5%	20,4%	19,2%	19,2%	18,9%	18,7%	18,6%	18,6%
<b>Výnosy</b>	<b>89 844</b>	<b>96 238</b>	<b>97 053</b>	<b>111 340</b>	<b>109 888</b>	<b>114 532</b>	<b>116 125</b>	<b>117 884</b>	<b>119 118</b>	<b>122 913</b>
Provozní náklady	-69 881	-74 155	-73 732	-82 848	-81 867	-89 621	-92 158	-92 861	-94 590	-97 394
<b>EBITDA</b>	<b>19 963</b>	<b>22 083</b>	<b>23 321</b>	<b>28 492</b>	<b>28 021</b>	<b>24 911</b>	<b>23 967</b>	<b>25 022</b>	<b>24 528</b>	<b>25 519</b>
<i>marže EBITDA</i>	22,2%	22,9%	24,0%	25,6%	25,5%	21,8%	20,6%	21,2%	20,6%	20,8%
Odpisy	-3 132	-3 660	-3 682	-3 820	-4 075	-4 220	-4 360	-4 485	-4 580	-4 680
EBIT	16 831	18 423	19 639	24 672	23 946	20 691	19 607	20 537	19 948	20 839
Finanční náklady (netto)	-940	-2 261	-1 975	-1 157	-1 593	-1 554	-1 482	-1 417	-1 456	-1 492
Zisk před zdaněním	15 891	16 162	17 664	23 515	22 354	19 137	18 124	19 120	18 492	19 347
<b>Čistý zisk</b>	<b>13 320</b>	<b>12 319</b>	<b>15 573</b>	<b>17 422</b>	<b>16 562</b>	<b>14 370</b>	<b>13 610</b>	<b>14 357</b>	<b>13 886</b>	<b>14 528</b>
<i>marže čistého zisku</i>	14,8%	12,8%	16,0%	15,6%	15,1%	12,5%	11,7%	12,2%	11,7%	11,8%
EPS	0,26	0,24	0,30	0,34	0,32	0,28	0,26	0,28	0,27	0,28

### Rozvaha

(tis. eur)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek a goodwill	63 104	64 879	60 038	63 222	63 456	63 306	62 634	63 183	63 484	63 547
Ostatní dlouhodobý majetek	8 545	9 977	7 817	6 723	6 869	7 070	7 128	7 256	7 370	7 928
<b>Dlouhodobá aktiva</b>	<b>71 649</b>	<b>74 856</b>	<b>67 855</b>	<b>69 945</b>	<b>70 325</b>	<b>70 376</b>	<b>69 762</b>	<b>70 439</b>	<b>70 854</b>	<b>71 476</b>
Hotovost	17 533	15 480	16 654	20 745	21 810	23 361	24 606	25 730	26 758	27 930
Ostatní oběžná aktiva	4 673	4 704	6 517	3 457	3 635	3 894	4 101	4 288	4 460	4 655
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>22 206</b>	<b>20 184</b>	<b>23 171</b>	<b>24 202</b>	<b>25 446</b>	<b>27 255</b>	<b>28 707</b>	<b>30 018</b>	<b>31 217</b>	<b>32 585</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>93 855</b>	<b>95 040</b>	<b>91 026</b>	<b>94 147</b>	<b>95 771</b>	<b>97 630</b>	<b>98 468</b>	<b>100 456</b>	<b>102 071</b>	<b>104 060</b>
Vlastní kapitál	46 702	48 953	27 035	31 696	33 406	33 589	31 239	34 066	32 145	34 901
Dlouhodobé závazky	23 102	14 127	40 054	30 497	41 654	42 568	45 516	44 391	47 734	46 361
Krátkodobé závazky	24 051	31 960	23 937	31 955	20 710	21 475	21 715	22 001	22 194	22 798
Závazky celkem	47 153	46 087	63 991	62 452	62 365	64 042	67 230	66 391	69 927	69 159
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>93 855</b>	<b>95 040</b>	<b>91 026</b>	<b>94 147</b>	<b>95 771</b>	<b>97 630</b>	<b>98 468</b>	<b>100 456</b>	<b>102 071</b>	<b>104 060</b>

### Výkaz cash-flow

(tis. eur)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Cash flow z provozní činnosti	20 404	19 016	24 274	20 167	21 911	20 927	19 623	20 469	20 034	20 775
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	-16 225	-14 299	-18 906	-21 132	-15 259	-14 092	-15 393	-13 766
<b>Celková změna fin. prostředků</b>	<b>-6 016</b>	<b>-2 989</b>	<b>3 399</b>	<b>1 658</b>	<b>-1 345</b>	<b>-4 305</b>	<b>-548</b>	<b>2 177</b>	<b>-184</b>	<b>2 408</b>
<b>Hotovost na konci období</b>	<b>17 533</b>	<b>14 544</b>	<b>17 943</b>	<b>19 601</b>	<b>18 257</b>	<b>18 095</b>	<b>17 547</b>	<b>19 723</b>	<b>19 539</b>	<b>20 364</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 **12.2.2015**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	1	22
Akumulovat	4	33
Držet	3	33
Prodat	1	11
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.

#### Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady 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	<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>	Automobilky, stavebnictví, 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 a upozornění na rizika:**

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 nebo poskytnutých informací 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 minulém výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že výkonnost v minulosti není spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů, že investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Investice obsahuje měnové riziko a uváděné výnosy jsou založeny na hrubé výkonnosti před započtením vlivů poplatků a provizí. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenesе odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

**Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů:**

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