

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

26. června 2014

Zvyšujeme cílovou cenu i investiční doporučení

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

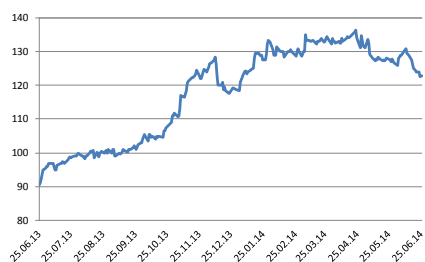
| | |
|--------------------------------|----------------|
| INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: | KOUPIT |
| 12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: | 142 CZK |

| | |
|-----------------------------|-----------------|
| Datum vydání analýzy: | 26. června 2014 |
| Současná tržní cena: | 123 CZK |
| Potenciál k cílové ceně: | 15,4 % |
| Očekávaný dividendový výnos | 6,2 % |
| Předchozí doporučení: | Akumulovat |
| Předchozí cílová cena: | 129 CZK |

| (v mil. EUR) | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Přijaté sázky | 567,2 | 648,2 | 667,7 | 684,4 |
| Gross Win | 116,5 | 129,6 | 128,2 | 131,4 |
| Výnosy | 97,1 | 108,0 | 107,7 | 111,7 |
| EBITDA | 23,3 | 26,5 | 26,8 | 26,0 |
| Čistý zisk | 15,6 | 15,9 | 15,7 | 15,2 |
| Čistý zisk na akcii (EUR) | 0,32 | 0,34 | 0,35 | 0,38 |

Platné investiční doporučení: KOUPIT
Cílová cena: 142 CZK

Vývoj akcií FEG v CZK



Základní informace o akciích FEG

| | |
|-------------------------|--------------|
| Data ke dni: | 25.6.2014 |
| Cena akcie: | 123 CZK |
| Počet vydaných akcií: | 52 mil. |
| Tržní kapitalizace CZK: | 6,4 mld. |
| Tržní kapitalizace EUR: | 233,6 mil. |
| 52-week max: | 137 CZK |
| 52-week min: | 87 CZK |
| Průměrný denní objem: | 2,9 mil. CZK |

Sídlo firmy:

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

Web: www.fortunagroup.eu

| | |
|------------|--------------|
| ISIN: | NL0009604859 |
| WKN: | A1C7AM |
| Bloomberg: | FOREG CP |
| Reuters: | FORESp.PR |

- Od předchozí aktualizace naší fundamentální analýzy společnosti Fortuna Entertainment Group (dále již jen Fortuna) uběhlo více než půl roku. Za tu dobu firma mimo jiné reportovala výsledky hospodaření za tři kvartály, byl vydán výhled hospodaření na letošní rok a v neposlední řadě se změnila i tržní podmínky, jež ovlivnily ocenění firmy.
- Výsledky za první čtvrtletí letošního roku detailně rozepisujeme hned na následující straně tohoto dokumentu. Čísla dokonale odrážela procesy, které se ve firmě odehrávají. Tedy silný nárůst přijatých sázek a zároveň pokles marží hrubých výher vyvolaných rostoucím podílem internetových sázek na úkor klasických sázek vložených na pobočkách.
- Investory poměrně zaskočila relativně nízká dividendová výplata v letošním roce. Důvody, jimiž management ospravedlňoval takovéto rozhodnutí, zevrubně popisujeme na straně 5. Na tomto místě však ještě podotýkáme, že je považujeme za jednorázové. V následujících letech předpokládáme opětovný návrat k vyššímu dividendovému výplatu poměru.
- Mírně jsme navýšili naše očekávání růstu objemu přijatých sázek i kriticky významných ziskových úrovní jako je EBITDA či EBIT. Tyto změny pozitivně působily na celkové odhadované volné cash flow firmy, stejně tak jako na kalkulovanou cílovou cenu. Silný dopad na ocenění však mělo i snížení průměrných vážených nákladů kapitálu.
- Ty jsme vlivem poklesu bezrizikových i rizikových sazeb snížili z původních 5,2 % na současných 4,7 %. Odhadovaný náklad cizího kapitálu ani poměr mezi vlastním kapitálem a úročeným dluhem nebyl pro první fázi pozměněn.
- Celou společnost dle aktualizovaných dat oceňujeme na 275,4 mil. EUR, což implikuje dvanáctiměsíční cílovou cenu jedné akcie na 142 CZK. Oproti závěrečné ceně akcie na BCPP k 25.6.2014, jež byla 123 CZK, se jedná o 15,4% růstový potenciál. K tomuto výnosu je ještě nutné přičíst odhadovanou dividendu 0,28 EUR na akcii, což znamená 6,2% dividendový výnos. Celkový kapitálový výnos v ročním horizontu tak odhadujeme na 21,6 %. Vzhledem k takto vysokému výnosovému potenciálu zvyšujeme investiční doporučení ze stupně „Akumulovat“ na stupeň „Koupit“.

Čísla za 1Q bez výraznějšího překvapení

Fortuna zveřejnila hospodářské výsledky za první tři měsíce tohoto roku na začátku května. Došlo k silnému nárůstu objemu přijatých sázek, který se ovšem kvůli nižším maržím hrubých výher a vyšším provozním nákladům nepromítl až k úrovni EBITDA. Ta naopak meziročně citelněji poklesla.

| (mil. EUR) | 1Q 2014 | Tržní konsensus | 1Q 2014e Cyrrus | 1Q 2013 | 4Q 2013 | y/y |
|------------------------|---------|-----------------|--------------------|---------|---------|--------|
| Přijaté sázky | 165,9 | 164,0 | 164,8 | 141,2 | 162,0 | 17,5% |
| z toho sportovní sázky | 162,0 | n/a | 160,6 | 137,1 | 157,1 | 18,2% |
| z toho loterie | 3,8 | n/a | 4,3 | 4,1 | 4,9 | -7,3% |
| Hrubé výhry | 34,1 | 33,5 | 33,8 | 33,5 | 33,1 | 1,8% |
| z toho sportovní sázky | 32,4 | n/a | 31,8 | 31,4 | 30,8 | 3,2% |
| z toho loterie | 1,7 | n/a | 2,0 | 2,1 | 2,3 | -19,0% |
| Výnosy | 28,5 | 28,5 | 28,6 | 28,8 | 27,7 | -1,0% |
| EBITDA | 9,4 | 9,7 | 10,3 | 11,3 | 8,6 | -16,8% |
| z toho sportovní sázky | 9,4 | n/a | 10,6 | 11,3 | 8,9 | -16,8% |
| z toho loterie | 0,0 | n/a | -0,3 | 0,0 | -0,3 | N/A |

Zdroj: Cyrrus, Fortuna, Reuters

Tržní konsensus počítal s růstem přijatých sázek o 16 % y/y na 164 mil. EUR. Realitou však byl růst ještě o 1,5 pb silnější a to na 165,9 mil. EUR. Konkrétní příspěvky jednotlivých regionů, kde společnost působí, jsme se bohužel nedozvěděli (firma tato data na kvartální bázi nereportuje). Dle slovního ohodnocení však došlo k dvoucifernému růstu na všech hlavních trzích, tedy v České republice, na Slovensku i v Polsku. Hlavní trendy přitom zůstávají zachovány. Stále více sázkařů se přiklání k sázkám přes internet a význam pobočkové sítě tak pomalu ale jistě klesá. Jediným trhem, kde nadále rostou objemy přijatých sázek na pobočkách, je Polsko.

Oproti 1Q loňského roku se opět mírně snížil význam loterie z pohledu přínosu tohoto segmentu do celkového objemu přijatých sázek. Nyní je to jen 2,3 %, přičemž za 1Q 2013 tvořily sázky loterie 2,9 % celkových sázek. V meziročním srovnání přitom došlo k 7,3% poklesu loterijních sázek na 3,8 mil. EUR, za čímž však stojí z výrazné části jen kurzový vliv. Loterie je totiž provozována jen v České republice, kde v meziročním srovnání došlo k silnému oslabení koruny oproti euru, jakožto měně, ve které Fortuna vykazuje své výsledky. V korunovém vyjádření byly objemy přijatých sázek do loterie stabilní.

I přes vysoký růst celkového objemu přijatých sázek, vidíme jen velmi mírný nárůst hrubých výher. Tento stav je způsoben sérií nepříznivých výsledků významných sportovních událostí. Velmi často docházelo k výhrám favoritů, což na sázkové kanceláře působí takřka vždy negativně prostřednictvím poklesu marže hrubých výher. Za 1Q se na výhrách v rámci sportovních sázek vyplátilo 80 % prostředků z přijatých sázek. Během 1Q 2013 to přitom bylo jen 77 %. Pomalé tempo růstu hrubých výher tak je dáno i relativně vysokou srovnávací základnou z loňského prvního kvartálu. U loterií dokonce došlo k vysokému poklesu hrubých výher, konkrétně o 19 % y/y až na 1,7 mil. EUR. Rychlejší pokles hrubých výher oproti poklesu přijatých sázek je dán větším podílem segmentu stíracích losů, které pod loterie spadají. Stírací losy jsou totiž spojeny s mnohem vyšším výplatním poměrem než loterijní hry a s nárůstem jejich významnosti tak klesají marže hrubých výher celého segmentu loterie.

EBITDA poklesla o 16,8 % y/y na 9,4 mil. EUR, což bylo v souladu s tržním očekáváním. Meziroční pokles byl dán zejména vyššími provozními náklady, jejichž strukturu však firma také nezveřejnila. Můžeme se tak pouze domnívat, že došlo k nárůstu marketingových nákladů, jakožto jedné z nejvýznamnějších nákladových položek, a také k mírnému růstu osobních nákladů. Loterie nás příjemně překvapila, když udržela kladné hospodaření. Pro 1Q jsme očekávali ještě mírnou ztrátu. Celoroční výhled pro loterii počítá se ziskovým hospodařením, čehož by mělo být dosaženo jak růstem přijatých sázek, tak pokračujícím útlumem nákladů. Údaje pod úroveň EBITDA nejsou v lichých kvartálech zveřejňovány, nicméně stojí ještě za pozornost potvrzení výhledu managementu na letošní rok. Tím je růst přijatých sázek až na 645 mil. EUR a meziroční zvýšení EBITDA o 5-10 % (bez započtení mimořádného loňského výnosu 2,2 mil. EUR).

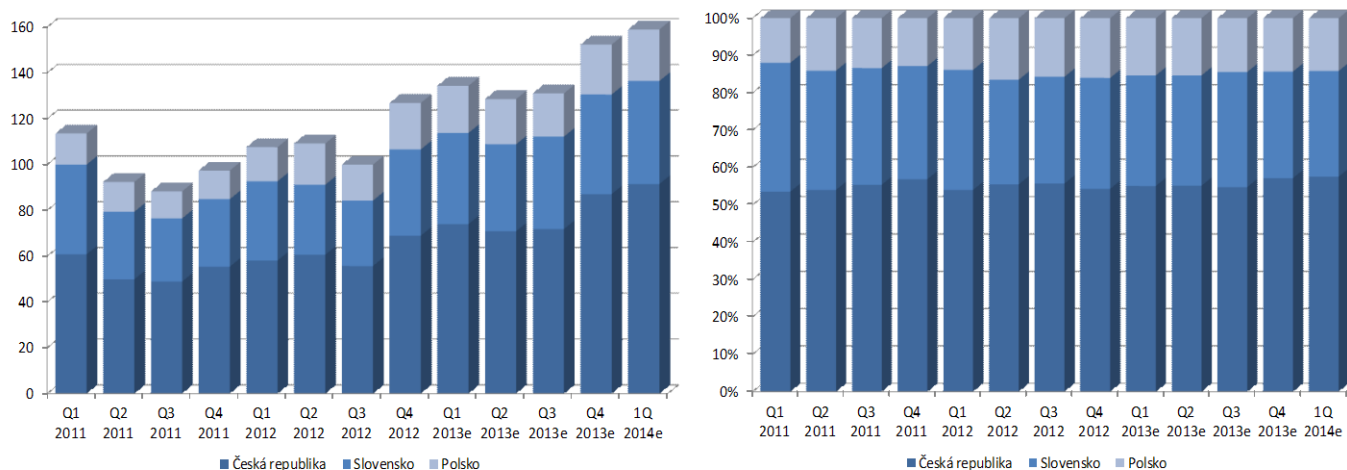
Růst napříč regiony

Nejvýznamnějším trhem pro Fortunu je nadále Česká republika, na čemž se v dohledné době ani nebude nic měnit. Za 1Q jsme se nedozvěděli konkrétní rozložení tržeb dle regionů, nicméně můžeme čerpat z dat za celý rok 2013. Během tohoto období se sázkaři v České republice podíleli z 57 % na celkovém objemu přijatých kurzových sázek firmy. Konkrétně to bylo 323,2 mil. EUR z 551,2 mil. EUR. Slovensko je druhým nejvýznamnějším trhem s 27% podílem na celkových přijatých kurzových sázkách a zbylých 13 % připadá na Polsko. Pozitivní je skutečnost, že se Fortuně daří dosahovat dvouciferných nárůstů objemu přijatých sázek na všech těchto trzích.

Důvodem vyššího zájmu sázkařů je úspěšné spuštění on-line sázkové platformy spolu s rozšířením nabídky live sázek. Za první čtvrtletí letošního roku došlo k historické události v hospodaření Fortuny - hrubé výhry v segmentu online sázení se poprvé vyrovnaly hrubým výhrám generovaným pobočkovou sítí. Tento trend bude dle našeho modelu jen sílit a již letošní rok nejspíše dojde k tomu, že internetové sázení bude významnějším zdrojem hrubých výher než retail.

Významnost jednotlivých trhů v čase je poměrně stabilní. Mírně roste podíl sázek v České republice a v Polsku na úkor Slovenska. Největší růstový potenciál přitom spatřujeme v Polsku, kde je již nyní Fortuna dominantní sázkovou kancelář s 37% podílem na tamním trhu. Další růst by měl podpořit silnější důraz na marketing (nově sponzorung Legia Warszawa) a zejména případné restrikce v Polsku neregistrovaných sázkových kanceláří.

Rozložení přijatých sázek dle regionů



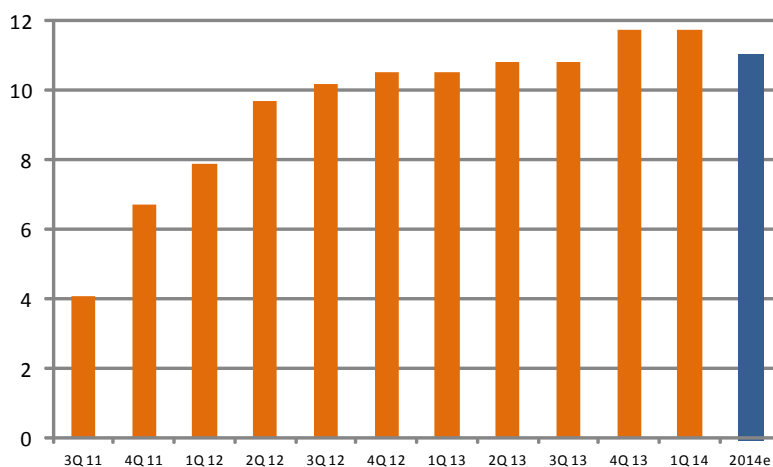
Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Loterie nadále v útlumu, losy však čeká renesance

Úspěchy či lépe řečeno neúspěchy loterie Fortuny jsme detailně popsali v předchozí analýze z prosince loňského roku (viz <http://bit.ly/1iGH0xu>, strana 5). Od té doby společnost reportovala třikrát své jednotlivé kvartální výsledky, a sice za 3Q 2013, 4Q 2013 a 1Q 2014. Nová čísla však nepřinesla žádný zvrat, přičemž konečná kumulovaná ztráta loterie k 4Q 2013 na úrovni EBITDA činila 11,7 mil. EUR, což se prakticky rovnalo našemu očekávání.

V letošním roce se ztráta prozatím nenavýšovala, naopak. Za první čtvrtletí skončil celý projekt v kladné nule na úrovni EBITDA. Vzhledem k již zanedbatelné marketingové podpoře a poklesu počtu loterijních terminálů se nedá předpokládat silnější růst EBITDA z titulu nárůstu přijatých sázek. Kladné hospodaření za letošní rok (odhadujeme 0,7 mil. EUR) by mělo být zásluhou zejména ořezání provozních nákladů.

Kumulovaná ztráta z loterie na úrovni EBITDA v mil. EUR



Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Podporu a další rozvoj očekáváme jen u segmentu stíracích losů, který vykazuje velmi solidní vývoj. Za rok 2013 vzrostl objem prodeje losů o 50 % y/y, čímž se tržní podíl Fortuny v rámci tohoto sektoru v ČR dostal na odhadovaných 30-35 %. Potenciál k dalšímu růstu, a to ať již samotného prodejního objemu, tak i tržního podílu tu přitom stále existuje. V České republice jsou losy stále ještě velmi málo rozšířeny v porovnání se situací v západní Evropě. Tam je běžné, že losy tvoří až 20 % celkového loterijního trhu, kdežto v ČR se tento podíl pohybuje pouze v řádu jednotek procent.

Zlom v rozvoji stíracích losů Fortuny nastal v červnu roku 2012, kdy se firma dohodla s Českou poštou na prodeji losů v rámci poštovní sítě 3300 poboček. V květnu 2013 byla převzata firma GAMESTAR, a.s., což také přispělo k rozvoji prodejní sítě a dále navýšilo tržní podíl losů Fortuny. Nejnovější významnou událostí v tomto segmentu je dohoda s konkurenční společností Tipsport, v rámci níž budou obě firmy do budoucna spolupracovat na vývoji nových produktů v segmentu stíracích losů. Tuto dohodu v červnu 2014 posvětil Úřad pro ochranu hospodářské soutěže. V brzké době tak očekáváme konec stíracích losů vydávaných jednotlivými společnostmi, které budou nahrazeny novou jedinou značkou. Ta bude podporována marketingem jak Fortuny, tak Tipsportu.

Nadále však platí, že číselné hry spolu se stíracími losy jsou pouze okrajovým byznysem Fortuny. Za rok 2013 činily přijaté sázky tohoto segmentu pouhé 3 % z celkového objemu. Na úrovni hrubých výher se jedná o 7 % z celkových 116,5 mil. EUR. Do budoucna se přitom vzhledem k očekávanému rozvoji kurzového sázení dá očekávat pouze mírné navýšení tohoto podílu.

Stabilní dividenda při vysokém výplatním poměru

Fortuna má dlouhodobě nastavenou dividendovou politiku, v rámci níž dochází každoročně k výplatě 70-100 % ročního konsolidovaného čistého zisku. V loňském roce akcionáře příjemně překvapilo rozdělení i části akumulovaných čistých zisků a emisního ážia, čímž se celková dividenda na akcii zvýšila na 0,67 EUR/akcii. Z čistého zisku loňského roku bylo vyplaceno jen 0,22 EUR na akcii, což znamená 73,5% dividendový výplatní poměr.

Takto nízká dividenda nás zaskočila vzhledem k námi očekávanému 83,5% výplatnímu poměru, což by znamenalo výplatu 0,25 EUR na akcii. Letos vyplácená suma je ve srovnání s dosaženým čistým ziskem nejnižší za celou dobu veřejného obchodování akcií Fortuny a investoři se tak logicky ptají, jestli jde jen o jednorázový výkyv či bude management dlouhodobě navrhovat dividendu na spodní úrovni možného výplatního pásma.

Na konferenčním hovoru s managementem společnosti zazněly hned dvě příčiny slabší dividendy, a sice potřeba tvorby likvidní rezervy vzhledem k blížícímu se fotbalovému šampionátu a také vyšší potřeba hotovosti v souvislosti s převzetím firmy Intralot Czech. Pro představu, každý uspořený eurocent na dividendě znamená zabránění odtoku přes půl milionu eur prostředků z firmy.

Šampionát v Riu je spolu se Zimními olympijskými hrami v Soči vrcholnou sportovní událostí tohoto roku a významnou měrou stojí za očekávaným silným růstem letošního objemu přijatých sázek. Pro firmu to však znamená i riziko likvidní pozice v případě nevýhodného průběhu celého mistrovství – časté výhry favoritů a častější výplata výher. Management tak zvolil konzervativní přístup a posiluje firemní hotovost na úkor dividendy.

K 100% převzetí dosavadního dodavatele technologií nutné k provozování loterie, firmy Intralot Czech, by mělo dojít do konce června. Akvizice bude financována jednak bankovním úvěrem a jednak i vlastními zdroji. Objem transakce nebyl zveřejněn, nicméně jen úvěr by měl být 5,5 mil. EUR.

Oba oficiálně vydané důvody považujeme za jednorázové, které by neměly ovlivnit následující období. Nadále tak ponecháváme v platnosti naše odhady o budoucím dividendovém výplatním poměru, který by měl být na úrovni 90 %. V rétorice managementu však byla patrná určitá opatrnost ohledně budoucích výplat dividendy, proto zde cítíme spíše rizika směrem dolů nežli nahoru.

Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

| EUR na akcii, mil. EUR | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Odhad vývoje čistého zisku | 15573 | 15926 | 15663 | 15199 | 15028 | 15104 | 15330 | 15275 |
| Odhad vývoje dividendy | 0,22 | 0,28 | 0,27 | 0,26 | 0,26 | 0,26 | 0,27 | 0,26 |
| 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 6,5 mld. CZK mezi menší evropské sázkové kanceláře. Dominantním subjektem je zde britský William Hill s 101 mld. CZK tržní kapitalizací následován opět britskou Paddy Power s tržní kapitalizací 65 mld. CZK. Tabulka níže tak srovnává 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 | 23,3 | 6,3 | 25,7 | 6,5 | 3,6 | 48,0 | 41,3 |
| Bet-At-Home.com | 13,5 | 6,4 | 20,1 | 36,8 | 1,7 | 55,2 | n.a. |
| 888 Holdings | 13,5 | 12,6 | 17,5 | 31,0 | 7,5 | 90,0 | n.a. |
| Ladbrokes | 19,5 | 9,9 | 18,5 | 15,8 | 7,0 | 174,0 | 6,0 |
| William Hill | 13,4 | 11,1 | 25,3 | 20,6 | 3,8 | 87,6 | 7,8 |
| Paddy Power | 18,3 | 16,3 | 23,7 | 41,9 | 2,8 | 76,0 | 480,4 |
| Unibet Group | 18,2 | 11,2 | 28,8 | 21,8 | 3,7 | 48,0 | 101,1 |
| Medián sektoru | 18,2 | 11,1 | 23,7 | 21,8 | 3,7 | 76,0 | 41,3 |
| Průměr sektoru | 17,1 | 10,5 | 22,8 | 24,9 | 4,3 | 82,7 | 127,3 |
| Fortuna | 15,1 | 9,8 | 22,9 | 57,6 | 4,9 | 236,7 | 8,5 |
| Diskont/Prémie k mediánu | -17% | -11% | -4% | 164% | 32% | 211% | -79% |

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Fortuna si nadále drží poměrně příznivé ocenění v porovnání se sektorem. Dle ukazatele EV/EBITDA se v současnosti akcie obchodují s 11% diskontem oproti sektoru a dle P/E je zde diskont dokonce 11%. Proč se akcie Fortuny v současnosti obchodují s diskontem oproti ocenění sektoru, napoví hned další sloupce uvedené tabulky. Dosahovaná marže EBITDA je mírně pod tržním mediánem a zadluženost je více než na dvojnásobku obvyklých hodnot v sektoru.

Nepředpokládáme přitom, že by u těchto ukazatelů mělo v dohledné době dojít k výraznějším změnám. Vysoká zadluženost byla způsobena loňským rozhodnutím managementu rozpustit 68 % emisního ážia a také části nerozdělených zisků minulých let vyplacením mimořádné dividendy, která byla financována novým úvěrem. Zejména díky tomuto kroku tak došlo ke snížení vlastního kapitálu o 45 % y/y a zároveň navýšení cizích zdrojů o 39 % y/y.

Za zmínku stojí též dividendový výnos Fortuny, který je mírně nad tržním průměrem i mediánem. Udržení relativně vyššího dividendového výnosu firmy předpokládáme vzhledem k vysokému dividendovému výplatnímu poměru a odhadům vývoje čistého zisku i pro následující roky.

Růst přijatých sázek, pokles marží hrubých výher

První čtvrtletí letošního roku bylo krásnou ukázkou toho, jakými změnami v současnosti Fortuna prochází. Objem přijatých sázek vzrostl o robustních 18 % y/y díky polské expanzi a dobrému vývoji v České republice po zrušení manipulačního poplatku. Nové sázky se však dle očekávání neprojevily na nižších úrovních výsledovky, přičemž hrubé výhry rostly o necelé 2 % y/y.

Jde o trend daný stále rostoucím příklonem sázejících k internetovým a live sázkám. Ty jsou spojeny s nižšími maržemi v porovnání se sázkami na pobočkách. K růstu atraktivity tohoto segmentu přispělo kromě zvýšení nabídky a vylepšení online platformy i zrušení manipulačního poplatku, který se dříve vztahoval i k těmto sázkám.

Letošní rok by měl silně překonat rok loňský co do objemu přijatých sázek. Silnou zásluhu na tom bude mít konání dvou významných sportovních událostí, a sice Zimních olympijských her v Soči z 1Q a fotbalový šampionát v Brazílii z přelomu 2Q/3Q. Management společnosti očekává růst přijatých sázek až na 645 mil. EUR, přičemž my v naší analýze pracujeme s číslem mírně optimističtějším, a sice 648 mil. EUR.

Jak se tento očekávaný 14,3% meziroční růst přijatých sázek projeví na významných hospodářských ukazatelích, jako jsou hrubé výhry a EBITDA, bude záležet primárně na maržích hrubých výher. Ty se odvíjejí od výsledků samotných sportovních utkání – tedy jak moc jsou překvapivé. Čím více se bude dařit favoritům, tím hůře pro Fortunu a naopak. V celoroční bilanci přitom očekáváme mírný pokles marží hrubého zisku, a to o 0,5 pb na 20 pb.

Trendem dalších let by měl být postupný, již jen velmi mírný, růst přijatých sázek daný zejména postupným navyšováním podílu na polském trhu. Zde jsme naše očekávání mírně navýšili, k čemuž nás vedl dosavadní lepší než odhadovaný průběh růstu nových sázek. Tahounem tohoto vývoje by měl být nadále on-line segment, kde počítáme s nárůstem jeho podílu na celkových sázkách. Za 1Q letošního roku se přitom poprvé v historii Fortuny vyrovnaly hrubé výhry on-line segmentu hrubým výhrám generovaným pobočkovou sítí. Budoucí roky bychom tedy měli vidět přetrvávající tlak na marže hrubých výher, jejichž úroveň by měla postupně klesat hlouběji pod 20 % až na predikovaných 18,6 % v roce 2020.

Srovnání původních a nových odhadů vybraných ukazatelů

| mil. EUR | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Přijaté sázky (nový) | 567,23 | 648,25 | 667,69 | 684,39 | 698,07 | 712,03 | 719,16 | 733,54 |
| Přijaté sázky (původní) | 563,12 | 574,50 | 597,49 | 627,36 | 652,45 | 665,50 | 685,47 | 699,18 |
| Rozdíl (%) | 0,7% | 12,8% | 11,7% | 9,1% | 7,0% | 7,0% | 4,9% | 4,9% |

| mil. EUR | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Gross Win (nový) | 116,50 | 129,65 | 128,20 | 131,40 | 131,94 | 133,15 | 133,76 | 136,44 |
| Gross Win (původní) | 115,46 | 114,90 | 119,50 | 125,47 | 130,49 | 133,10 | 137,09 | 139,84 |
| Rozdíl (%) | 0,9% | 12,8% | 7,3% | 4,7% | 1,1% | 0,0% | -2,4% | -2,4% |

| mil. EUR | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Čistý zisk (nový) | 15,57 | 15,93 | 15,66 | 15,20 | 15,03 | 15,10 | 15,33 | 15,27 |
| Čistý zisk (původní) | 15,90 | 13,63 | 13,66 | 14,87 | 16,23 | 15,20 | 15,83 | 15,62 |
| Rozdíl (%) | -2,1% | 16,8% | 14,7% | 2,2% | -7,4% | -0,6% | -3,2% | -2,2% |

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Stanovení cílové ceny

Cílová cena akcií Fortuny je stanovena pro horizont dvanácti měsíců, a to pomocí dvoufázového modelu diskontovaných očekávaných peněžních toků. Oproti naší analýze ze začátku prosince loňského roku došlo k několika zásadním změnám ve vstupních parametrech modelu ocenění.

Hned v prvním řádku je zřejmý výrazný posun od dříve zvažovaných hodnot. Bezrizikovou sazbu jsme snížili o 0,4 pb, resp. o 0,3 pb pro pokračující hodnotu v reakci na vývoj výnosů desetiletých vládních dluhopisů České republiky, Slovenska a Polska. U všech těchto aktiv přetrvává velký zájem investorů, kdy se například roční výnos 10y bondu ČR snížil z 2,2 % k prosinci loňského roku až k současným 1,5 %. Obdobný pohyb byl k vidění i na polském a slovenském dluhopisovém trhu. Tento současný vývoj jsme tedy zapracovali do bezrizikových sazeb, se kterými pracuje i náš oceňovací model.

K výpočtu rizikové prémie využíváme sazby stanovené A. Damodaranem pro jednotlivé země, kde Fortuna působí. Tyto sazby následně vážíme dle objemu přijatých sázek. Od poslední aktualizace naší analýzy došlo k poklesu rizikových prémie pro všechny zmíněné země, přičemž jednotlivé váhy se výrazněji neměnily.

Změny v sazbách se tedy pozitivně projeví v kalkulovaných nákladech vlastního kapitálu, jež se snížily o 1,5 pb, resp. o 1 pb. Čisté náklady dluhu jsme ponechali na předchozích hodnotách, stejně tak i podíl vlastního a cizího kapitálu pro první fázi ocenění. Výsledkem je citelné snížení průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) na 4,71 % pro první fázi, jež má velmi pozitivní vliv na ocenění akcií společnosti.

Vstupní parametry modelu ocenění

| | Aktuální nastavení | | Původní nastavení | |
|--------------------------|--------------------|---------------------|-------------------|---------------------|
| | První fáze | Pokračující hodnota | První fáze | Pokračující hodnota |
| Bezriziková sazba | 2,63% | 3,70% | 3,03% | 4,00% |
| Riziková prémie | 6,08% | 6,50% | 7,26% | 7,26% |
| Beta | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Náklady vl. kapitálu | 8,71% | 10,20% | 10,28% | 11,26% |
| Náklady dluhu po zdanění | 3,00% | 4,00% | 3,00% | 4,00% |
| Váha vl. kapitálu | 30% | 50% | 30% | 40% |
| Váha dluhu | 70% | 50% | 70% | 60% |
| WACC | 4,71% | 7,10% | 5,19% | 6,90% |
| Dlouhodobý růst | | 1,0% | | 1,0% |
| ROIC | | 21,19% | | 19,06% |

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Dle parametrů výše odhadujeme současnou hodnotu společnosti na 302,5 mil. EUR. Po započtení čistého dluhu 27,1 mil. EUR stanovujeme čistou současnou hodnotu na 275,4 mil. EUR. V přepočtu na jednu akcii, jichž v současnosti je 52 mil. kusů, to znamená 5,3 EUR neboli 144,6 CZK při kurzu 27,46 CZK/EUR.

Po převodu této hodnoty do budoucího období dvanácti měsíců s využitím diskontní sazby 4,71 % (WACC pro první fázi), vychází roční cílová cena 142 CZK.

Stanovení 12M cílové ceny

| mil. eur | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020+ |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT po zdanění | 18,1 | 18,2 | 17,4 | 17,2 | 17,2 | 17,5 | 17,5 |
| Odpisy | 3,8 | 4,1 | 4,2 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | |
| Δ prac. kapitálu | -3,8 | 0,3 | -0,4 | 0,1 | -0,1 | 0,0 | |
| Capex | -4,2 | -4,4 | -4,1 | -4,9 | -4,2 | -4,8 | |
| Volné CF | 13,9 | 18,2 | 17,2 | 16,8 | 17,4 | 17,2 | |
| Pokračující hodnota | | | | | | | 272,8 |
| Disk. volné CF | 13,3 | 16,6 | 14,9 | 14,0 | 13,8 | 13,1 | 197,7 |
| | | | | | | | |
| Současná hodnota | 283,3 | | | | | | |
| Čistý dluh | 27,1 | | | | | | |
| Čistá současná hodnota | 256,2 | | | | | | |
| | | | | | | | |
| Čistá současná hodnota na akcii (EUR) | 4,9 | | | | | | |
| Čistá současná hodnota na akcii (CZK) | 134,5 | | | | | | |
| | | | | | | | |
| Roční cílová cena akcie (CZK) | | | | | | | 142 |

Zdroj: Cyrrus

Závěrečná cena akcií na pražské burze k 25. červnu byla 123 CZK, což představuje 15,4% prostor do naší roční cílové ceny. Dividendový výnos by přitom měl znamenat dalších 6,2 %, což znamená celkový očekávaný kapitálový výnos akcií Fortuna Entertainment Group 21,6 %. Dle metodiky uvedené na předposlední straně tohoto dokumentu tak stanovujeme investiční doporučení na stupeň „Koupit“, čímž je změněno předchozí „Akumulovat“.

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 | | | | |
|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 16,2% | 18,7% | 21,2% | 23,7% | 26,2% |
| WACC | 6,1% | 162 | 163 | 164 | 165 | 165 |
| | 6,6% | 150 | 152 | 152 | 153 | 153 |
| | 7,1% | 140 | 141 | 142 | 142 | 143 |
| | 7,7% | 131 | 132 | 133 | 133 | 133 |
| | 8,2% | 124 | 125 | 126 | 126 | 126 |

Zdroj: Cyrrus

Rizika nenaplnění cílové ceny

Předmět podnikání společnosti je silně regulován, což znamená pro naše odhady jedno z největších rizik, a to ať již pozitivních, tak negativních. Poslední vliv regulace byl k vidění v roce 2012, kdy byla v ČR zavedena loterijní daň. V současnosti se přitom jedná o její další úpravě. Konkrétně zavedení různých pásem zdanění podle míry „sociálního nebezpečí“, kterou jednotlivé druhy hazardu přináší.

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.

Rizikem budoucího vývoje Fortuny jsou, tak jako to bývá u drtivé většiny firem, aktivity konkurence. V současnosti je analyzovaná firma dvojkou na českém (31 %) i slovenském (34 %) trhu, přičemž v Polsku je s tržním podílem 37 % 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.

Jedním z hlavních důvodů současného navýšení cílové ceny bylo snížení kalkulovaných průměrných vážených nákladů kapitálu. Stalo se tak zejména kvůli příznivému vývoji na dluhopisových trzích, od čehož 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.

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 | 648 246 | 667 693 | 684 386 | 698 073 | 712 035 | 719 155 | 733 538 |
| Hrubé výhry | 101 804 | 110 900 | 116 500 | 129 649 | 128 197 | 131 402 | 131 936 | 133 151 | 133 763 | 136 438 |
| <i>marže hrubých výher</i> | 24,9% | 23,7% | 20,5% | 20,0% | 19,2% | 19,2% | 18,9% | 18,7% | 18,6% | 18,6% |
| Výnosy | 89 844 | 96 238 | 97 053 | 108 007 | 107 686 | 111 692 | 112 145 | 113 844 | 115 036 | 118 701 |
| Provozní náklady | -69 881 | -74 155 | -73 732 | -81 535 | -80 878 | -85 678 | -86 289 | -87 827 | -88 585 | -92 188 |
| EBITDA | 19 963 | 22 083 | 23 321 | 26 472 | 26 808 | 26 014 | 25 856 | 26 017 | 26 451 | 26 514 |
| <i>marže EBITDA</i> | 22,2% | 22,9% | 24,0% | 24,5% | 24,9% | 23,3% | 23,1% | 22,9% | 23,0% | 22,3% |
| 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 | 22 652 | 22 733 | 21 794 | 21 496 | 21 532 | 21 871 | 21 834 |
| 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 | 21 495 | 21 140 | 20 240 | 20 014 | 20 115 | 20 415 | 20 342 |
| Čistý zisk | 13 320 | 12 319 | 15 573 | 15 926 | 15 663 | 15 199 | 15 028 | 15 104 | 15 330 | 15 275 |
| <i>marže čistého zisku</i> | 14,8% | 12,8% | 16,0% | 14,7% | 14,5% | 13,6% | 13,4% | 13,3% | 13,3% | 12,9% |
| EPS | 0,26 | 0,24 | 0,32 | 0,34 | 0,35 | 0,38 | 0,42 | 0,43 | 0,47 | 0,51 |

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 |
| Dlouhodobá aktiva | 71 649 | 74 856 | 67 855 | 69 945 | 70 325 | 70 376 | 69 762 | 70 439 | 70 854 | 71 476 |
| 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 |
| Oběžná aktiva | 22 206 | 20 184 | 23 171 | 24 202 | 25 446 | 27 255 | 28 707 | 30 018 | 31 217 | 32 585 |
| Aktiva celkem | 93 855 | 95 040 | 91 026 | 94 147 | 95 771 | 97 630 | 98 468 | 100 456 | 102 071 | 104 060 |
| Vlastní kapitál | 46 702 | 48 953 | 27 035 | 30 424 | 32 536 | 34 398 | 32 481 | 34 815 | 33 439 | 35 681 |
| Dlouhodobé závazky | 23 102 | 14 127 | 40 054 | 32 298 | 42 874 | 42 210 | 44 907 | 44 284 | 47 087 | 46 251 |
| Krátkodobé závazky | 24 051 | 31 960 | 23 937 | 31 425 | 20 360 | 21 023 | 21 082 | 21 359 | 21 545 | 22 129 |
| Závazky celkem | 47 153 | 46 087 | 63 991 | 63 723 | 63 234 | 63 233 | 65 989 | 65 642 | 68 632 | 68 380 |
| Vlastní kapitál a závazky celkem | 93 855 | 95 040 | 91 026 | 94 147 | 95 771 | 97 630 | 98 468 | 100 456 | 102 071 | 104 060 |

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 | 18 142 | 21 191 | 21 654 | 20 860 | 21 206 | 21 471 | 21 501 |
| 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 | -17 559 | -20 323 | -16 004 | -15 369 | -16 065 | -15 066 |
| Celková změna fin. prostředků | -6 016 | -2 989 | 3 399 | -367 | -718 | -2 769 | -56 | 1 637 | 581 | 1 835 |
| Hotovost na konci období | 17 533 | 14 544 | 17 943 | 17 576 | 16 858 | 18 232 | 18 176 | 19 813 | 20 394 | 20 646 |

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 **26.6.2014**:

| Stupeň doporučení | Počet | Podíl v % |
|-------------------|-------|-----------|
| Koupit | 11 | 35 |
| Akumulovat | 5 | 16 |
| Držet | 8 | 26 |
| Prodat | 5 | 16 |
| V revizi | 2 | 6 |

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 databázi 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, farmacie, telekomy, komodity |

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 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 výkonost 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 výkonosti před započtením vlivů poplatků a provizí. 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:

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