

# FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

29. března 2013

## Výsledky hospodaření za rok 2012 a změna cílové ceny

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

**INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: AKUMULOVAT**
**12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 115 CZK**

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Datum vydání analýzy:    | 29. března 2013 |
| Současná tržní cena:     | 97 CZK          |
| Potenciál k cílové ceně: | 19 %            |
| Předchozí doporučení:    | Koupit          |
| Předchozí cílová cena:   | 145 CZK         |

| (v mil. EUR)        | 2012  | 2013e | 2014e | 2015e |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Přijaté sázky       | 467,9 | 514,9 | 550,9 | 578,5 |
| Gross Win           | 110,9 | 118,4 | 126,7 | 131,9 |
| Výnosy              | 96,2  | 103,0 | 110,2 | 114,7 |
| EBITDA              | 22,1  | 26,0  | 27,7  | 28,2  |
| Čistý zisk          | 12,3  | 16,5  | 17,7  | 17,6  |
| Čistý zisk na akcii | 0,24  | 0,32  | 0,34  | 0,35  |

**Platné investiční doporučení: KOUPIT**  
**Cílová cena: 115 CZK**
**Vývoj akcií FEG v CZK**

**Základní informace o akciích FEG**

|                         |               |
|-------------------------|---------------|
| Data ke dni:            | 29.3.2013     |
| Cena akcie:             | 97 CZK        |
| Počet vydaných akcií:   | 52 mil.       |
| Tržní kapitalizace CZK: | 5 mld.        |
| Tržní kapitalizace EUR: | 194,6 mil.    |
| 52-week max:            | 99,7 CZK      |
| 52-week min:            | 80,0 CZK      |
| Průměrný denní objem:   | 3,45 mil. CZK |

**Sídlo firmy:**

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

**Web:** www.fortunagroup.eu

|            |              |
|------------|--------------|
| ISIN:      | NL0009604859 |
| WKN:       | A1C 7AM      |
| Bloomberg: | FORTUNA CP   |
| Reuters:   | FOREsp.PR    |

- V uplynulém roce se investoři Fortuny zaměřovali hlavně na vývoj kolem loterijního projektu firmy. V první polovině roku jen s nechtutí sledovali nárůst ztrát spojených s tímto byznysem a to, jak Sazka s podporou nových investorů vstává z popela a opět se ujímá dominantního postavení na loterijním trhu. Vzhledem k tomu, že v současné době již vedení upouští od svých ambiciózních plánů získat až 20% podíl na trhu s loteriemi do dvou let od jejího spuštění, jsme donuceni přehodnotit i naše očekávání. V následujících letech se tedy výsledky Fortuny nebudou moci opřít o nárůst přijatých sázek z loterie a z nich vyplývajících zisků.
- Společnost dle nás postupně celý projekt loterie utlumí, což jde dobře vidět z kroků, které již byly učiněny v druhé polovině loňského roku. Tedy silné zredukování marketingových nákladů spojených s číselnými loteriemi. Nadále se však firma bude dle našich odhadů angažovat v segmentu stíracích losů, což je odvětví, ve kterém se Fortuně daří nad očekávání. Atraktivitu segmentu stíracích losů zvyšuje i fakt, že je tato činnost v porovnání s kurzovými sázkami spojena s mnohem vyššími maržemi.
- Vzhledem k segmentu kurzových sázek však půjde jen o doplňkový byznys, přičemž se firma bude dle našich odhadů nadále soustředit na postupný růst na trzích jako je Polsko či Česká republika. Hlavně Polsko vnímáme jako zemi s velkým potenciálem a sama firma nevyklučuje další akvizice na tomto trhu.
- Kromě změny odhadů hospodářských výsledků doznaly úprav i další parametry v našem modelu ocenění. Vzhledem k poklesu výnosů desetiletých vládních dluhopisů zemí, kde Fortuna působí a které používáme jako benchmark pro určení bezrizikových sazeb, jsme například snížili nastavené úrovně těchto sazeb. Silněji jsme naopak zvýšili rizikové prémie. Kombinací těchto vlivů se oproti předchozí analýze mírně zvýšily vážené náklady kapitálu.
- Po provedení všech změn jsme dospěli k dvanáctiměsíční cílové ceně akcie na úrovni 115 CZK. Závěrečný kurz akcií Fortuny na pražské burze ze dne 28. března byl 97 CZK, z čehož vyplývá 19% prostor do naší cílové ceny. Dle metodiky uvedené na konci této analýzy tak stanovujeme investiční doporučení na stupni „Akumulovat“ namísto dříve uváděného „Koupit“.

## Detailní vyhodnocení finančních výsledků za FY 2012

| (mil. EUR)    | FY 2012 | FY 2012e | Tržní konsensus | FY 2011 | y/y   | Gross Win          | FY 2012 | FY 2011 | y/y    |
|---------------|---------|----------|-----------------|---------|-------|--------------------|---------|---------|--------|
| Přijaté sázky | 467,9   | 451,3    | 453,2           | 409,3   | 14,3% | ČR - kurzové sázky | 44,5    | 44,6    | -0,2%  |
| Gross Win     | 110,9   | 107,3    | 109,2           | 101,8   | 8,9%  | ČR - loterie       | 10,0    | 5,1     | 96,1%  |
| Výnosy        | 96,2    | 93,2     | -               | 89,8    | 7,1%  | Slovensko          | 31,4    | 32,4    | -3,1%  |
| EBITDA        | 22,1    | 21,7     | 21,6            | 20,0    | 10,5% | Polsko             | 24,8    | 19,4    | 27,8%  |
| Čistý zisk    | 12,3    | 11,9     | 12,8            | 13,3    | -7,5% | Malta              | 0,1     | 0,2     | -50,0% |

Tržní odhady dle Reuters

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Výsledky sázkové společnosti Fortuna Entertainment Group za loňský rok příjemně překvapily, a to hned na několika úrovních. Nejprve je zde vyšší než očekávaný nárůst objemu přijatých sázek. Většina analytiků sice predikovala dvouciferný meziroční růst, nicméně reportovaná úroveň byla vyšší i než nejodvážnější tržní odhad (dle Reuters se odhady co do výše přijatých sázek pohybovaly od 446,8 - 460,4 mil. EUR). Kromě loterie, kde se přijaté sázky vyšplhaly na 19,6 mil. EUR vs. náš odhad 19,8 mil. EUR, došlo k vyššímu než očekávanému nárůstu přijatých sázek ve všech segmentech a na všech trzích, kde Fortuna působí.

Úroveň hrubých marží nás naproti tomu nepřekvapila. Reportovaných 23,7 % je takřka přesně na námi očekávané úrovni 23,8 %, přičemž trh očekával až 24% marže. Mírně pozitivní překvapení lze vidět na úrovni celoroční EBITDA, která dokonce překonala managementem Fortuny vytyčené pásmo od 21 do 22 mil. EUR. CEO společnosti Haluza sice již dříve avizoval, že se celoroční EBITDA dostane k horní hranici tohoto rozpětí, nicméně jeho překonání nás překvapuje. Příčinou je hlavně nižší, než očekávaná ztráta z loterie (3,8 mil. EUR, vs. námi očekávaných 4,4 mil. EUR).

Náš odhad čistého zisku patřil na trhu mezi ty nejvíce konzervativní, což se, měřeno maržemi čistého zisku, ukázalo jako správný přístup. Na tuto položku totiž v meziročním srovnání velmi negativně doléhá změna v daňové politice týkající se sázkových společností registrovaných v ČR (Fortuna za letošní rok odvedla na dani z příjmu 3,8 mil. EUR, což je 49,5% y/y nárůst). Dalším negativem stojícím za meziročním poklesem čistého zisku je 130% y/y navýšení čistých finančních nákladů kvůli vyšším kurzovým ztrátám. Nutno ovšem dodat, že jde jen o účetní nepeněžní položku a také, že v roce 2011 byla úroveň čistých finančních nákladů mimořádně nízká.

Velkým překvapením pro trh bylo vyjádření k možné dividendě. Management plánuje navrhnout navýšení dividendového výplatního poměru z loňských 90 % na 100 % čistého zisku, což znamená dividendu 0,24 EUR na akcii (vs. 0,23 EUR z čistého zisku roku 2011). Navíc vedení uvažuje o návrhu na vyplacení mimořádné dividendy z nerozdělených zisků minulých let, přičemž ještě není jasné, o jakou část z této sumy se jedná. To se dozvíme až v polovině dubna, kdy dojde k rozeslání pozvánek na valnou hromadu. Konkrétní výše dividendy na ní totiž bude uvedena, jakožto bod k projednání.

## Výhled hospodaření FEG

Fortuna si drží velmi zajímavý trend v růstu objemu přijatých sázek i v objemu hrubých výher. Od roku 2007 do 2012 včetně zaznamenala firma průměrný meziroční nárůst objemu přijatých sázek o 12,6 % a hrubých výher o 10,3 % při maržích hrubých výher od 23-27,6 %. Tyto marže se pohybují v sestupné tendenci s tím, jak stále více sázkařů preferuje online sázení. Tento segment je spojen s nižšími maržemi a do budoucna předpokládáme, že budou celkové průměrné marže klesat i nadále s tím, jak bude významnost on-line segmentu pokračovat v růstu.

V posledních dvou letech si Fortuna prošla relativně bouřlivým obdobím. Na mysli máme hlavně problémy spojené s projektem loterie, který Fortuna spustila v červenci roku 2011 s ambicemi přebrat velkou část trhu tehdy problémové Sazce. Úvodním cílem bylo dosáhnout až 20% tržního podílu během následujících dvou let. Sazku se ovšem podařilo relativně rychle postavit na nohy, přičemž se k ní její loajální zákazníci opět navrátili. Fortuna tak se svou loterií zaujímá jen 6 % na českém loterijním trhu, přičemž musela kvůli narůstajícím ztrátám přikročit k seškrtnání nákladů.

Za rok 2012 se právě díky těmto nákladovým škrtkům podařilo dostat celý projekt pod kontrolu a předpokládáme, že se již během 1H 2013 dostane celý segment do zelených čísel. Budoucnost ovšem v tomto projektu nevidíme a předpokládáme, že si kurzové sázky udrží v hospodaření Fortuny nadále své výsostné postavení. V současnosti také probíhají jednání se strategickými partnery, kteří by Fortuně měli s celým projektem pomoci.

Nejrychleji rostoucím trhem je pro Fortunu Polsko. Za rok 2012 zde narostl objem přijatých sázek o 40 % y/y na 68,9 mil. EUR. Tento trh je tak zodpovědný za 15 % celkových přijatých kurzových sázek firmy za loňský rok. Polsko bude i nadále trhem s největším potenciálem a nepřekvapilo by nás, kdyby zde Fortuna i nadále pokračovala v akvizicích.

## Změny v odhadech hospodaření

Od vydání naší předchozí analýzy se objevilo hned několik nových vlivů, na které musíme v tomto novém materiálu reagovat. Předně je zde projekt loterie, který zaostal za všeobecnými odhady a který bude dle našich odhadů i v budoucnu utlumen. Od roku 2012 také vzešla v platnost nová daňová úprava v ČR a Fortuna zde neplatí již jen daň z příjmu, ale i daň z hrubých výher ve výši 20 %. Tato nová daňová povinnost se na čistém zisku společnosti podepsala snížením o 2,2 mil. EUR neboli 0,04 EUR na akcii.

Zejména vyšší efektivní daň a odstoupení od loterie tak stojí za poměrně razantním snížením odhadů budoucího vývoje čistého zisku. Dalšími vlivy stojícími za sníženým očekáváním je odhad nižšího růstu přijatých sázek a zejména hrubých výher (Gross Win). Očekáváme snižování marží hrubých výher s tím, jak bude stále více sázek pramenit přes internet a budou se upozadovat sázky na kamenných pobočkách, které jsou prozatím spojeny s vyššími maržemi na úrovni hrubých výher.

### Srovnání původních a nových odhadů vybraných ukazatelů

| mil. eur                    | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Přijaté sázky (nový)</b> | 514,90 | 550,94 | 578,49 | 607,41 | 631,71 | 644,35 | 663,68 | 676,95 |
| Přijaté sázky (původní)     | 531,24 | 569,11 | 594,49 | 623,59 | 639,23 | 655,33 | 669,24 | 683,49 |
| Rozdíl (%)                  | -3,1%  | -3,2%  | -2,7%  | -2,6%  | -1,2%  | -1,7%  | -0,8%  | -1,0%  |

| mil. eur                | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Gross Win (nový)</b> | 118,43 | 126,72 | 131,90 | 138,49 | 144,03 | 146,91 | 151,32 | 154,34 |
| Gross Win (původní)     | 143,56 | 156,83 | 163,63 | 172,79 | 176,96 | 181,25 | 185,07 | 188,99 |
| Rozdíl (%)              | -17,5% | -19,2% | -19,4% | -19,9% | -18,6% | -18,9% | -18,2% | -18,3% |

| mil. eur                 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Čistý zisk (nový)</b> | 16,49  | 17,74  | 17,57  | 19,19  | 20,40  | 19,45  | 19,99  | 19,86  |
| Čistý zisk (původní)     | 20,63  | 24,97  | 26,10  | 27,95  | 27,65  | 26,96  | 26,41  | 25,82  |
| Rozdíl (%)               | -20,1% | -29,0% | -32,7% | -31,3% | -26,2% | -27,8% | -24,3% | -23,1% |

Zdroj: Cyruss

## Vybrané hospodářské ukazatele

Jak již jsme popsali výše, očekáváme průběžný pokles ziskových marží, a to jak na úrovni EBITDA, tak na úrovni EBIT (obě zkoumané ziskové marže jsou vztaženy k dosaženým tržbám). Vybrané ukazatele rentability, a to aktiv, vlastního kapitálu a investovaného kapitálu, by však měly vykazovat poměrně stabilní vývoj.

### Ukazatele hospodaření a ocenění

|              | 2011  | 2012  | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA marže | 22,2% | 23,0% | 25,2% | 25,1% | 24,6% | 24,2% | 24,5% | 23,2% | 23,1% | 22,6% |
| EBIT marže   | 18,7% | 19,1% | 21,8% | 21,7% | 21,0% | 20,7% | 21,0% | 19,7% | 19,6% | 19,1% |
| ROA          | 17,7% | 20,0% | 24,1% | 24,4% | 23,8% | 23,8% | 24,6% | 23,0% | 23,2% | 22,6% |
| ROE          | 34,4% | 26,0% | 32,8% | 34,4% | 32,9% | 33,2% | 34,5% | 32,8% | 33,7% | 33,2% |
| ROIC         | 16,0% | 20,9% | 23,6% | 24,0% | 23,4% | 23,4% | 24,3% | 22,8% | 23,0% | 22,5% |
| P/E          | 14,7  | 15,8  | 11,8  | 11,0  | 10,6  | 9,8   | 9,0   | 8,7   | 8,0   | 7,4   |
| EV/EBITDA    | 9,2   | 8,4   | 7,3   | 6,8   | 6,7   | 6,6   | 6,3   | 6,5   | 6,3   | 6,4   |

Zdroj: Fortuna, Cyruss

## Dividendová politika

Fortuna se už od svého vstupu na burzu drží plánu vyplácet na dividendách 70 - 100 % čistého zisku. V roce 2012 bylo vyplaceno 0,23 EUR na akcii, což znamenalo 90% dividendový výplatní poměr při dividendovém výnosu 6,3 % (vztaženo k ceně v poslední obchodní den před zánikem nároku na tuto dividendu). Z čistého zisku roku 2012 bude letos nejspíše vyplaceno 0,24 EUR v rámci běžné dividendy (prozatím ve stádiu návrhu, který musí být schválen valnou hromadou). Ve hře je i možnost vyplacení mimořádné dividendy.

Management prozatím jen oznámil, že zvažuje její navrzení na valné hromadě, která se koná 28. května 2013. Žádné konkrétnější informace ve smyslu její výše prozatím nejsou známy. Investoři se je dozvědí až při rozeslání pozvánek na letošní valnou hromadu, kde by se návrh na vyplacení mimořádné dividendy měl objevit jakožto jeden z bodů k projednání. Podle neauditované zprávy vydané k výsledkům za 1H 2012 dosahoval objem zadržovaných zisků z minulých let 11,48 mil. EUR. Pokud by se vedení a valná hromada rozhodla k rozdělení celé této sumy mezi akcionáře formou mimořádné dividendy, znamenalo by to 0,22 EUR na akcii. Spolu s řádnou dividendou by tak šlo o 12% dividendový výnos (při ceně akcie 97 CZK).

Limitujícím faktorem pro výplatu mimořádné dividendy bude samozřejmě i objem hotovostních prostředků, kterými Fortuna disponuje. Dle dat zprávy k výsledkům za 1H 2012 bylo na účtu cash and cash equivalents necelých 14 mil. EUR, což znamená dostatečný polštář pro vyplacení celého objemu zadržovaných zisků. Hotovostní prostředky doznaly během 2H 2012 dozajista změn, které se dozvíme až ve výroční zprávě za rok 2012, nicméně nepředpokládáme, že by se úroveň hotovosti dostala výrazněji pod úroveň z 1H 2012. Historický průměr činí kolem 20 mil. EUR.

V následujících letech předpokládáme stabilní výplatní poměr na úrovni 90 % z každoročního čistého zisku. Z čistého zisku roku 2013 bude dle naší predikce vyplacena dividendy 0,29 EUR na akcii, přičemž by mělo vzhledem k odhadovanému růstu čistého zisku docházet k jejímu průběžnému růstu až na 0,34 EUR na akcii v roce 2020.

### Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

| eur na akcii                  | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Dividenda (nový odhad)</b> | 0,29  | 0,31  | 0,30  | 0,33  | 0,35  | 0,34  | 0,35  | 0,34  |
| Dividenda (původní odhad)     | 0,35  | 0,35  | 0,35  | 0,35  | 0,35  | 0,45  | 0,45  | 0,45  |
| Výplatní poměr                | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   |

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

## Stanovení cílové ceny

Při stanovení cílové ceny se opět opíráme o dvoufázový model diskontovaných očekávaných peněžních toků, přičemž první fáze tohoto modelu končí v roce 2020. Oproti naší předchozí analýze došlo hned k několika změnám. Předně došlo k revizi očekávaného CF společnosti a také jsme vzhledem k aktuální situaci na kapitálových trzích přistoupili k několika změnám v nastavení bezrizikových i rizikových přírážek.

Bezrizikové sazby se opírají o výnosy desetiletých vládních dluhopisů České republiky, Slovenska a Polska. Tyto výnosy jsou váženy dle příspěvku jednotlivých zemí k celkovým přijatým sázkám. Oproti předchozí analýze došlo k výraznému poklesu těchto sazeb na zmíněných trzích, na což právě reagujeme snížením bezrizikové sazby v obou fázích našeho modelu.

Naproti tomu riziková premie, kterou čerpáme z výpočtů A. Damodarana, v obou fázích mírně vzrostla. Po úpravách v očekávané struktuře vlastního a cizího kapitálu se však WACC mění pouze marginálně. Dlouhodobý růst, faktor beta i efektivní sazbu daně ponecháváme bez úprav.

### Vstupní parametry modelu ocenění

|                          | Aktuální nastavení |                     | Původní nastavení |                     |
|--------------------------|--------------------|---------------------|-------------------|---------------------|
|                          | První fáze         | Pokračující hodnota | První fáze        | Pokračující hodnota |
| Bezriziková sazba        | 3,41%              | 4,18%               | 4,23%             | 4,50%               |
| Riziková premie          | 7,10%              | 7,10%               | 6,31%             | 5,70%               |
| Beta                     | 1                  | 1                   | 1                 | 1                   |
| Náklady vl. kapitálu     | 10,51%             | 11,29%              | 10,54%            | 10,20%              |
| Efektivní sazba daně     | 20%                | 20%                 | 20%               | 20%                 |
| Náklady dluhu po zdanění | 3,60%              | 4,20%               | 3,88%             | 4,40%               |
| Váha vl. kapitálu        | 60%                | 70%                 | 55%               | 85%                 |
| Váha dluhu               | 40%                | 30%                 | 45%               | 15%                 |
| WACC                     | 7,75%              | 9,16%               | 7,55%             | 9,33%               |
| Dlouhodobý růst          |                    | 1,0%                |                   | 1,0%                |
| ROIC                     |                    | 22,23%              |                   | 18,38%              |

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Po vložení výše uvedených parametrů do našeho oceňovacího modelu nám vychází čistá současná hodnota 4,3 EUR na akcii, což při kurzu 25,82 CZK/EUR znamená 110,5 CZK. Pokud tuto hodnotu převedeme do budoucího období 12M s využitím WACC 7,45 % nám vychází cílová cena 118 CZK.

#### Stanovení 12M cílové ceny

| mil. eur                              | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020+      |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| EBIT po zdanění                       | 17,9  | 19,1  | 19,3  | 20,0  | 21,1  | 20,1  | 20,7  | 20,6       |
| Odpisy                                | 3,6   | 3,8   | 4,1   | 4,2   | 4,4   | 4,5   | 4,6   |            |
| Δ prac. kapitálu                      | -0,7  | -0,8  | -0,5  | -0,6  | -0,6  | -0,2  | -0,4  |            |
| Capex                                 | -4,7  | -4,2  | -4,4  | -4,1  | -4,9  | -4,2  | -4,8  |            |
| Volné CF                              | 16,2  | 17,9  | 18,5  | 19,5  | 19,9  | 20,2  | 20,0  |            |
| Pokračující hodnota                   |       |       |       |       |       |       |       | 240,7      |
| Disk. volné CF                        | 15,0  | 15,4  | 14,8  | 14,4  | 13,7  | 12,9  | 11,9  | 132,5      |
| Současná hodnota                      | 230,7 |       |       |       |       |       |       |            |
| Čistý dluh                            | 15,6  |       |       |       |       |       |       |            |
| Čistá současná hodnota                | 215,1 |       |       |       |       |       |       |            |
| Čistá současná hodnota na akcii (EUR) | 4,1   |       |       |       |       |       |       |            |
| Čistá současná hodnota na akcii (CZK) | 106,8 |       |       |       |       |       |       |            |
| Roční cílová cena akcie (CZK)         |       |       |       |       |       |       |       | <b>115</b> |

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Závěrečná cena akcií na pražské burze ze dne 28. března byla 97 CZK, což znamená takřka 19% prostor do naší roční cílové ceny. Proto stanovujeme doporučení „Akumulovat“ akcie společnosti Fortuna Entertainment Group.

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

#### Čitlivostní analýza

|      |              | ROIC   |        |               |        |        |
|------|--------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
|      |              | 17,20% | 19,70% | <b>22,20%</b> | 24,70% | 27,20% |
| WACC | 8,12%        | 124    | 124    | 125           | 125    | 126    |
|      | 8,62%        | 119    | 119    | 120           | 120    | 120    |
|      | <b>9,16%</b> | 114    | 114    | <b>115</b>    | 115    | 115    |
|      | 9,72%        | 109    | 110    | 110           | 110    | 111    |
|      | 10,22%       | 106    | 106    | 107           | 107    | 107    |

Zdroj: Cyrrus

## Rizika nenaplnění cílové ceny

Fortuna podniká v oblasti, která je velmi přísně regulována, což se naposledy silně negativně projevilo v roce 2012, kdy společnost musela začít platit novou loterijní daň z podnikání na území ČR. Do budoucna nemůžeme vyloučit další úpravy v regulacích, a to ať už v pozitivním či negativním duchu. Z dnešní perspektivy je zatím patrná snaha vlády o liberalizaci českého sázkového trhu a usnadnit zahraničním sázkovým společnostem podnikání na tuzemském trhu. Dle našeho názoru by tato liberalizace měla na byznys Fortuny pozitivní vliv, jelikož řada zahraničních firem již v České republice stejně podniká, jen ze své činnosti neodvádí daně. Došlo by tak k narovnání podmínek v sektoru.

Velkým rizikem pro budoucí vývoj podnikání Fortuny je konkurence ze strany SAZKY sázkové kanceláře. Ta v současnosti dominuje loterijnímu trhu České republiky, ale zamýšlí i širší expanzi do segmentu kurzových sázek. Sazku vnímáme jako potenciálně silného konkurenta současných lídrů kurzového sázení v ČR, tedy Tipsportu a Fortuny.

Odhadovaný nárůst přijatých sázek stojí zejména v očekávání udržení růstu na trzích v Polsku a v České republice. Horší či lepší vývoj na těchto trzích by znamenal přehodnocení našich odhadů a tedy i změny v cílové ceně. Rizikem je i odlišný než predikovaný vývoj v maržích.



## Zjednodušené finanční výkazy

### Výkaz zisku a ztráty

| (tis. eur)                 | 2011          | 2012          | 2013e          | 2014e          | 2015e          | 2016e          | 2017e          | 2018e          | 2019e          | 2020e          |
|----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Přijaté sázky              | 409 344       | 467 900       | 514 900        | 550 943        | 578 490        | 607 415        | 631 711        | 644 345        | 663 676        | 676 949        |
| Hrubé výhry                | 101 804       | 110 900       | 118 427        | 126 717        | 131 896        | 138 491        | 144 030        | 146 911        | 151 318        | 154 344        |
| <i>marže hrubých výher</i> | 24,9%         | 23,7%         | 23,0%          | 23,0%          | 22,8%          | 22,8%          | 22,8%          | 22,8%          | 22,8%          | 22,8%          |
| <b>Výnosy</b>              | <b>89 844</b> | <b>96 200</b> | <b>103 031</b> | <b>110 244</b> | <b>114 749</b> | <b>120 487</b> | <b>125 306</b> | <b>127 812</b> | <b>131 647</b> | <b>134 280</b> |
| Provozní náklady           | -69 881       | -74 100       | -77 043        | -82 524        | -86 551        | -91 312        | -94 586        | -98 185        | -101 236       | -103 886       |
| <b>EBITDA</b>              | <b>19 963</b> | <b>22 100</b> | <b>25 989</b>  | <b>27 720</b>  | <b>28 198</b>  | <b>29 174</b>  | <b>30 720</b>  | <b>29 627</b>  | <b>30 411</b>  | <b>30 393</b>  |
| <i>marže EBITDA</i>        | 22,2%         | 23,0%         | 25,2%          | 25,1%          | 24,6%          | 24,2%          | 24,5%          | 23,2%          | 23,1%          | 22,6%          |
| Odpisy                     | -3 132        | -3 700        | -3 552         | -3 820         | -4 075         | -4 220         | -4 360         | -4 485         | -4 580         | -4 680         |
| EBIT                       | 16 831        | 18 400        | 22 437         | 23 900         | 24 123         | 24 954         | 26 360         | 25 142         | 25 831         | 25 713         |
| Finanční náklady (netto)   | -940          | -2 300        | -1 301         | -1 157         | -1 593         | -1 554         | -1 482         | -1 417         | -1 456         | -1 492         |
| Zisk před zdaněním         | 15 891        | 16 100        | 21 136         | 22 743         | 22 530         | 23 401         | 24 878         | 23 725         | 24 375         | 24 222         |
| <b>Čistý zisk</b>          | <b>13 320</b> | <b>12 342</b> | <b>16 486</b>  | <b>17 740</b>  | <b>17 574</b>  | <b>19 189</b>  | <b>20 400</b>  | <b>19 455</b>  | <b>19 988</b>  | <b>19 862</b>  |
| <i>marže čistého zisku</i> | 14,8%         | 12,8%         | 16,0%          | 16,1%          | 15,3%          | 15,9%          | 16,3%          | 15,2%          | 15,2%          | 14,8%          |
| EPS                        | 0,26          | 0,24          | 0,32           | 0,34           | 0,35           | 0,38           | 0,42           | 0,43           | 0,47           | 0,51           |

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

### Rozvaha

| (tis. eur)                              | 2011          | 2012e         | 2013e         | 2014e         | 2015e          | 2016e          | 2017e          | 2018e          | 2019e          | 2020e          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Dlouhodobý majetek a goodwi             | 63 104        | 65 091        | 65 274        | 66 146        | 68 380         | 69 430         | 69 478         | 70 459         | 71 019         | 71 238         |
| Ostatní dlouhodobý majetek              | 8 545         | 8 681         | 8 826         | 9 094         | 9 192          | 9 361          | 9 509          | 9 640          | 9 776          | 10 618         |
| <b>Dlouhodobá aktiva</b>                | <b>71 649</b> | <b>73 772</b> | <b>74 099</b> | <b>75 240</b> | <b>77 571</b>  | <b>78 791</b>  | <b>78 987</b>  | <b>80 099</b>  | <b>80 795</b>  | <b>81 856</b>  |
| Hotovost                                | 17 533        | 13 679        | 18 974        | 20 932        | 22 061         | 23 862         | 24 919         | 26 085         | 27 147         | 28 282         |
| Ostatní oběžná aktiva                   | 4 673         | 2 750         | 3 162         | 3 489         | 3 677          | 3 977          | 4 153          | 4 347          | 4 525          | 4 714          |
| <b>Oběžná aktiva</b>                    | <b>22 206</b> | <b>16 429</b> | <b>22 136</b> | <b>24 421</b> | <b>25 737</b>  | <b>27 839</b>  | <b>29 072</b>  | <b>30 432</b>  | <b>31 672</b>  | <b>32 996</b>  |
| <b>Aktiva celkem</b>                    | <b>93 855</b> | <b>90 201</b> | <b>96 236</b> | <b>99 661</b> | <b>103 309</b> | <b>106 629</b> | <b>108 058</b> | <b>110 530</b> | <b>112 466</b> | <b>114 851</b> |
| Vlastní kapitál                         | 46 702        | 48 304        | 52 158        | 51 128        | 55 703         | 60 035         | 58 290         | 60 358         | 58 406         | 61 272         |
| Dlouhodobé závazky                      | 23 102        | 20 175        | 22 555        | 18 450        | 27 767         | 25 846         | 28 253         | 28 259         | 31 538         | 30 639         |
| Krátkodobé závazky                      | 24 051        | 21 721        | 21 523        | 30 083        | 19 838         | 20 749         | 21 516         | 21 914         | 22 523         | 22 942         |
| Závazky celkem                          | 47 153        | 41 896        | 44 078        | 48 533        | 47 605         | 46 595         | 49 769         | 50 173         | 54 061         | 53 581         |
| <b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b> | <b>93 855</b> | <b>90 201</b> | <b>96 236</b> | <b>99 661</b> | <b>103 309</b> | <b>106 630</b> | <b>108 059</b> | <b>110 531</b> | <b>112 467</b> | <b>114 852</b> |

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

### Výkaz cash-flow

| tis. eur                             | 2011          | 2012e         | 2013e        | 2014e        | 2015e      | 2016e      | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        |
|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash flow z provozní činnosti        | 20 404        | 14 812        | 22 777       | 24 141       | 24 059     | 26 108     | 27 114       | 25 873       | 26 737       | 25 866       |
| Cash flow z investiční činnosti      | -4 672        | -4 520        | -4 650       | -4 210       | -4 350     | -4 100     | -4 912       | -4 200       | -4 825       | -4 600       |
| Cash flow z finanční činnosti        | -21 748       | -17 485       | -16 248      | -17 691      | -19 192    | -22 043    | -19 595      | -20 203      | -19 981      | -19 258      |
| <b>Celková změna fin. prostředků</b> | <b>-6 016</b> | <b>-7 193</b> | <b>1 879</b> | <b>2 241</b> | <b>517</b> | <b>-35</b> | <b>2 607</b> | <b>1 470</b> | <b>1 931</b> | <b>2 008</b> |
| Hotovost na konci období             | 17 533        | 10 340        | 12 219       | 14 459       | 14 976     | 19 085     | 21 691       | 23 162       | 25 093       | 25 517       |

Zdroj: Fortuna, Cyrrus

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

### Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **29.3.2013**:

| Stupeň doporučení | Počet | Podíl v % |
|-------------------|-------|-----------|
| Koupit            | 10    | 31,3      |
| Akumulovat        | 7     | 21,9      |
| Držet             | 8     | 25,0      |
| Prodat            | 5     | 15,6      |
| V revizi          | 2     | 6,3       |

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>         | Utility, automobily, 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> |

**Portfolio management:**

|                  |      |  |
|------------------|------|--|
| Tomáš Machalický | Brno | <a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a> |
|------------------|------|--|

**Corporate finance:**

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

**Výhrada (disclaimer):**

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