

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

26. května 2015

Titul ztrácí svůj dividendový lesk

Jiří Šimara

Analytik

simara@cyrrus.cz

+420 538 705 732

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: DRŽET

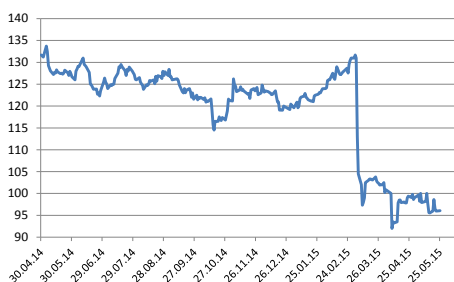
12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: 99 CZK

Datum vydání analýzy:	26. května 2015
Současná tržní cena:	96 CZK
Potenciál k cílové ceně:	3 %
Očekávaný dividendový výnos	0 %
Předchozí doporučení:	Akumulovat
Předchozí cílová cena:	138 CZK

(v mil. EUR)	2014	2015e	2016e	2017e
Přijaté sázky	672,4	796,0	875,6	910,6
Gross Win	132,6	139,3	148,9	154,8
Výnosy	109,6	103,7	108,8	113,2
EBITDA	28,4	21,8	19,1	19,9
Čistý zisk	15,9	11,5	9,5	9,9
Čistý zisk na akcii (EUR)	0,31	0,22	0,18	0,19

Platné investiční doporučení: DRŽET
Cílová cena: 99 CZK

Vývoj akcií FEG v CZK



Základní informace o akciích FEG

Data ke dni:	25.5.2015
Cena akcie:	96 CZK
Počet vydaných akcií:	52 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	5 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	182,9 mil.
52-week max:	131,9 CZK
52-week min:	87,0 CZK
Průměrný denní objem:	4,5 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 únorové aktualizace naší fundamentální analýzy společnosti Fortuna Entertainment Group (dále již jen Fortuna) proběhlo ve firmě hned několik zásadních změn, které nás přiměly citelně přehodnotit naše odhady a z toho vyplývající cílovou cenu akcií společnosti.
- Nový management přikročil k velmi překvapivému kroku a pozastavil výplaty dividendy. V současnosti probíhá revize, v rámci které by mělo dojít k výraznému snížení dříve platného dividendového výplatního poměru v rozpětí 70-100 % ročních čistých konsolidovaných zisků. Do budoucna se tak akcionáři budou muset spokojit s mnohem nižšími dividendami, jenž budou dle našich odhadů pouze na úrovni 20-40 % čistých zisků.
- Důvodem, proč dochází ke změně v dividendové politice je zvýšená potřeba financování investičních projektů, zejména pak nové IT platformy kvůli připravovanému rozšíření nabízených produktů Fortuny o služby online kasina. To by se také mělo stát jedním z hlavních pilířů dalšího růstu společnosti.
- Velkým tématem je také chystané navýšení daní z kurzových sázek a loterie v České republice. V současné době platí jednotná daň na úrovni 20 % z hrubých výher vygenerovaných na českém trhu. Ministerstvo financí ČR chystá novelu, v rámci které by se tato daň měla od příštího roku zvýšit na 25 %. Je však možné, že během legislativního procesu ještě dojde k úpravám.
- V našich odhadech jsme přikročili k navýšení objemu přijatých sázek v následujících letech, k čemuž nás vede mnohem silnější než původně očekávaný trend nárůstu zájmu sázkařů o online platformu Fortuny a nabízené live sázky. Na druhou stranu jsme snížili naše očekávání vývoje marží hrubých výher, což v kombinaci s predikovaným růstem daní, odpisů a provozních nákladů vyústilo v citelnější pokles kalkulovaných čistých zisků.
- Po provedení potřebných úprav v parametrech našeho oceňovacího modelu jsme dospěli k dvanáctiměsíční cílové ceně jedné akcie Fortuny na úrovni 99 CZK. Jedná se pouze o 3% potenciální výnos oproti současné tržní ceně, a proto stanovujeme investiční doporučení na stupni „Držet. Titul však již nepovažujeme za vhodný pro defenzivně laděného klienta, a to kvůli očekávanému dlouhodobému poklesu dividendového výplatního poměru.

Za 1Q vzrostly objemy, snížila se však ziskovost

Za liché kvartály zveřejňuje Fortuna tradičně výsledky svého hospodaření pouze po úroveň EBITDA, což znamená, že se investoři nedovědí nic o finančních nákladech firmy a o dosaženém čistém zisku. I přes ořezanou verzi reportu však došlo hned na několik zásadnějších překvapení.

(mil. EUR)	1Q 2015	1Q 2015e Cyrrus	Tržní konsensus	1Q 2014	4Q 2014	y/y	q/q
Přijaté sázky	199,3	191,0	190,1	165,8	180,8	20,2%	10,2%
-z toho sázky	194,6	186,2	-	162,0	175,7	20,1%	10,8%
-z toho loterie	4,7	4,8	-	3,8	5,1	23,7%	-7,8%
Gross Win	35,4	35,0	34,3	34,1	35,4	3,8%	0,0%
marže hrubých výher	17,8%	18,3%	18,0%	20,6%	19,6%	-2,8 pb	-1,8 pb
Výnosy	25,1	29,0	-	29,0	33,2	-13,3%	-24,4%
EBITDA	7,4	7,4	7,3	9,4	6,4	-21,3%	15,6%

Zdroj: Cyrrus, Fortuna, Reuters

Toho prvního jsme se dočkali hned na úrovni celkového objemu přijatých sázek, který se v meziročním srovnání zvýšil o 20 % na 199 mil. EUR. Došlo tak k překonání tržního i našeho mírně optimističtějšího odhadu. Příčinou tohoto razantního růstu byl pokračující trend stále silícího zájmu sázkařů o online služby Fortuny, a to na všech třech trzích. Nejvýraznější navýšení sázek bylo dle slovního vyjádření managementu zaznamenáno na polském trhu. Solidní dvouciferný nárůst přijatých sázek byl však reportován i na klíčovém českém trhu, který se na celkových číslech podílí téměř z šedesáti procent. Vývoj v segmentu loterie naplnil naše očekávání.

Vysoké objemy přijatých sázek se bohužel nepodařilo přetavit do hrubých výher, které se v meziročním srovnání zvýšily pouze o 3,8 % na 35 mil. EUR, což naplnilo naše očekávání a mírně předčilo tržní konsensus. Marže hrubých výher poklesly na nejnižší úroveň od 2Q 2013, a to kvůli kombinaci hned dvou negativních vlivů. Tím prvním jsou nepříznivé výsledky sportovních utkání, kdy zejména v březnu často vítězili favorité. Dalším faktorem je pokles příjmů způsobený únorovým zrušením manipulačního poplatku u internetového sázení na Slovensku, k čemuž Fortunu dohnala konkurence. Oba dva tyto vlivy byly již dříve avizovány a my i trh jsme s nimi v našich predikcích kalkulovali. Za rozdílem oproti odhadovaným úrovním marží stojí ještě silnější než očekávaný přesun slovenských sázkařů z poboček na online platformu po odstranění poplatku.

Reportované výnosy jsou oproti námi očekávané úrovni výrazněji nižší, za čímž ovšem stojí pouze účetní vliv v podobě vykázání české srážkové daně již nad úrovní výnosů a ne až pod ní, jak bylo doposud zvykem. Dle dřívějšího způsobu vykazování by výnosy byly na úrovni 28,6 mil. EUR, což je již plně srovnatelné s našimi odhady.

Management přikročil ke změně celoročního výhledu, který aktuálně počítá s růstem přijatých sázek o 18 % y/y na 790 mil. EUR oproti dříve předpokládanému růstu jen o 9 % y/y na 730 mil. EUR. Na druhou stranu by však kvůli pokračujícímu tlaku na marže hrubých výher a rostoucím provozním výdajům mělo dojít k hlubšímu propadu EBITDA. Konkrétně až o 30 % y/y z původně očekávaných -25 % y/y. EBITDA by se tak mohla propadnout až pod 20 mil. EUR, což by znamenalo nejnižší hodnotu od roku 2010.

Vedení firmy v průběhu následného konferenčního hovoru s analytiky představilo svou strategii budoucího růstu firmy, kterou popíšeme dále v tomto textu.

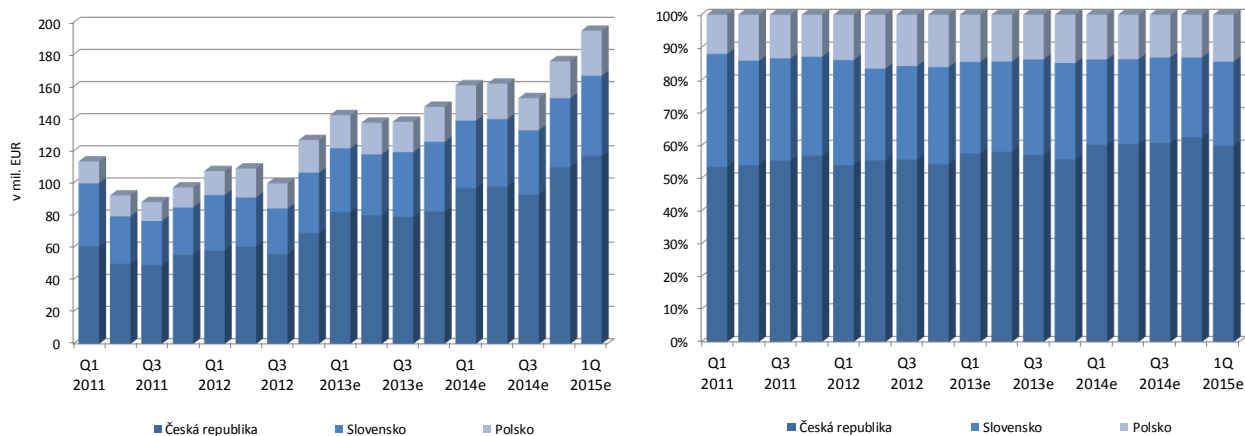
Sázky výrazně rostou napříč regiony, ve hře další expanze

Česká republika je nadále nejvýznamnějším trhem Fortuny zodpovědným za téměř 60 % veškerých přijatých sázek. Prozatím přitom nic nenasvědčuje tomu, že by se na tomto stavu mělo v dohledné době něco citelněji měnit. Objem přijatých sázek totiž v tuzemsku roste dvouciferným tempem, konkrétně za rok 2014 o 23 % y/y na 397,7 mil. EUR a za první kvartál letošního roku o odhadovaných 20 % y/y na 117 mil. EUR, což byl zároveň i historický rekord. Hodnotu za první čtvrtletí pouze odhadujeme kvůli tomu, že Fortuna konkrétní čísla za jednotlivé trhy uvádí pouze na roční bázi a během roku se omezuje pouze na slovní komentáře.

Druhým největším trhem je stále Slovensko, které se na celkových přijatých kurzových sázkách podílí více než čtvrtinou. I zde je tento podíl v čase poměrně stabilní. Za loňský rok Fortuna na Slovensku navýšila objemy přijatých sázek o 13 % y/y na 167,7 mil. EUR, přičemž za první kvartál byl růst dle našich odhadů mírně výraznější, a sice o 20 % y/y na 50 mil. EUR. Tahounem byl zde hlavně segment online sázení, jehož atraktivita se mezi hráči výrazně zvýšila po únorovém zrušení manipulačního poplatku.

Třetím trhem, kde sázková kancelář působí, je Polsko. Fortuna je zde lídrem s tržním podílem kolem 37 %. Polský trh se prozatím podílí na celkových přijatých sázkách z 13-14 %, přičemž sázky rostou obdobně silně, jako na ostatních dvou trzích, tedy kolem dvaceti procent meziročně. Tento trh skýtá velký potenciál v podobě případné tvrdší restrikce v Polsku neregistrovaných sázkových kanceláří. Neregulovaný trh je totiž zhruba šestkrát větší než ten regulovaný.

Rozložení přijatých kurzových sázek dle jednotlivých regionů



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

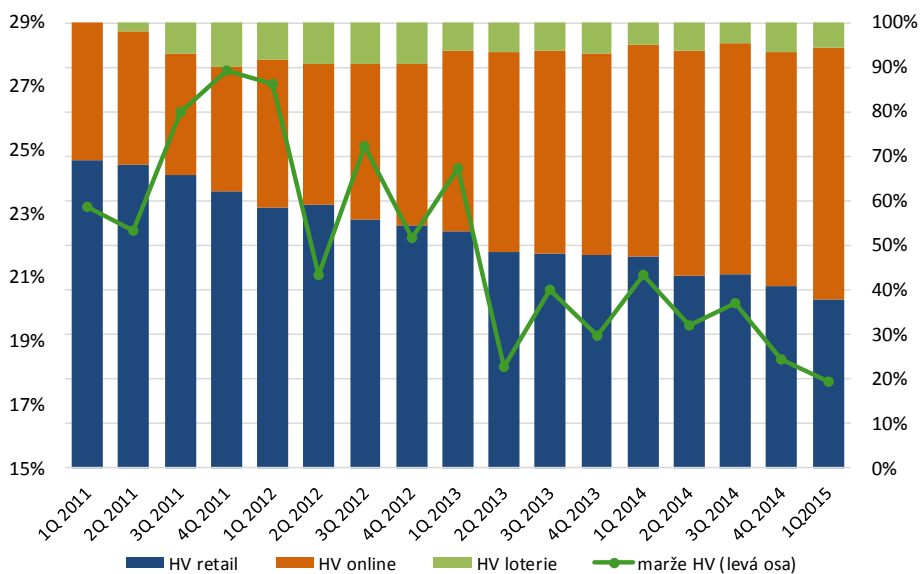
S příchodem nového managementu se začala zvažovat expanze i na další trhy v rámci regionu střední a východní Evropy prostřednictvím akvizice tamní sázkové kanceláře. Prozatím však nebylo vydáno více podrobností k této možnosti. Vedení ale akvizici jasně označilo za jeden z hlavních katalyzátorů budoucího růstu firmy. Předpokládáme, že se k tomuto tématu dozvíme více informací nejdříve až v příštím roce.

Transformace z poboček na internet dál pokračuje

Hlavním tahounem výše uvedeného nárůstu objemu přijatých sázek je pokračující posilování oblíbenosti internetového sázení. To bylo přitom ještě donedávna pouhým doplňkem firemní nabídky. Od poloviny roku 2011 je však jasně patrný začátek trendu postupného růstu významnosti tohoto segmentu, který se z úvodního zhruba 30% podílu na celkových hrubých výhrách dostal až na současných 54 %.

Z více než jedné poloviny jsou tedy nyní hrubé výhry závislé na vývoji online segmentu, což jednoznačně souvisí s postupným pronikáním platformy Fortuny do mobilních zařízení a také se zrušením manipulačního poplatku u takto vybraných sázek (v roce 2013 v ČR, letos i na Slovensku).

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



Zdroj: Fortuna, Cyrrus

Nárůst podílu online segmentu na celkových hrubých výhrách má však i svou stinnou stránku. Tu ztělesňuje zelená křivka, čili marže hrubých výher. Jde o ukazatel, který je ovlivňován hned několika faktory, přičemž některé z nich, jako jsou například výsledky sportovních utkání, samozřejmě Fortuna ovlivnit nemůže. Obecné nastavení trendu marží je však plně v režii firmy a přímo souvisí s přerodem Fortuny z čistě retailové sázkové kanceláře na online poskytovatele těchto služeb. Předpokládáme přitom, že postupný pokles marží hrubých výher bude nadále pokračovat spolu s tím, jak bude trend růstu významnosti online segmentu pokračovat.

Nové vedení přichází s novou firemní strategií

Ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku došlo k personální obměně top managementu Fortuny. Na pozici předsedy představenstva a CEO nahradil Radima Haluzu Per Widestrom, který dříve působil v mnoha velkých evropských sázkových kancelářích. Nahrazen byl i finanční ředitel Michal Vepřek, kterého vystřídala Jaroslava Hirschová, mimo jiné bývalá finanční ředitelka a členka představenstva slovenské Primabanky. Neobsazená zůstává již pouze pozice marketingového ředitele, kterou dříve zastával Zdeněk Lang.

Strategie nového managementu dlouho zůstávala obestřena tajemstvím. Vědělo se pouze, že dojde k navýšení výdajů na novou platformu pro online sázení a začnou přípravy ke spuštění online kasina. Oba tyto projekty však započaly ještě za předchozího vedení. Svě vlastní vize představil nový top management až u příležitosti zveřejnění hospodářských výsledků za 1Q. Z Fortuny by se během několika málo následujících let měla stát jednička mezi sázkovými kancelářemi a provozovateli online kasin v rámci regionu střední a východní Evropy, přičemž růst by měl stát na třech základních pilířích:

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

K dosažení těchto tří základních bodů by přitom měly vést dvě samostatné fáze. Během té první dojde k navýšení investic v zájmu zvýšení konkurenceschopnosti, což by mělo probíhat v letošním a příštím roce. V roce 2017 by již měly být vytvořeny potřebné základy pro budoucí růst, kterých chce vedení maximálně využít a zde se také počítá s využitím finanční síly firmy k akvizici dalšího subjektu na novém trhu.

Takto nastíněnou vizi považujeme za velmi vágní a vzbuzující spíše více otázek nežli odpovědí. Velká část firemní strategie je také závislá na legislativním rozhodnutí české resp. polské vlády. České ministerstvo financí již přitom jasně avizovalo, že se nestihne připravit nový loterijní zákon, který měl zpřísnit podnikání v tuzemsku neregistrovaných sázkových kanceláří dříve než k začátku roku 2017. Tedy roční zdržení oproti původním plánům. Ani v Polsku se zatím legislativní ledy v otázce restrikcí zahraničních subjektů bez patřičné národní licence příliš nepohnuly.

Z plánu také vyplývá pro dividendově orientovaného investora poměrně zásadní poselství. Vzhledem k potřebě investic do budoucího růstu a zájmu o zahraniční akvizice se totiž poměrně významně snižuje pravděpodobnost udržení zajímavějšího dividendového výplatního poměru. Podle našeho názoru se tak z Fortuny namísto dividendově-růstového titulu stává firma pro akcionáře atraktivní čistě z titulu možného budoucího zvýšení svého hospodaření.

Fortuna již není dividendovým titulem

Fortuna byla již od svého vstupu na burzu v roce 2010 brána jako dividendově atraktivní titul. Akcionáři se totiž mohli každoročně těšit na výplatu 70-100 % ročního konsolidovaného čistého zisku této sázkové kanceláře formou dividendy. V roce 2013 byli investoři odměněni dokonce mimořádnou dividendou po rozpuštění emisního ážia a výplatě nerozdělených zisků z minulých let.

Určité zaváhání se však dostavilo už v loňském roce, kdy management vyplatil pouze 73,5 % z dosaženého čistého zisku na dividendách. Výplatní poměr tak klesl na dolní mez dlouhodobě proklamovaného rozpětí. Management tento krok ospravedlňoval nutností tvorby likvidní rezervy vzhledem k blížícímu se fotbalovému šampionátu a také vyšší potřebou hotovosti v souvislosti s převzetím firmy Intralot Czech. Obě tyto příčiny jsme považovali za pouze jednorázové a očekávali jsme, že se dividendový výplatní poměr vrátí na úroveň kolem 90 %. V managementem použité rétorice jsme však cítili určitou opatrnost ohledně budoucích výplat dividendy, proto jsme také upozorňovali na riziko možného poklesu výplatního pásma.

Po obměně na vrcholných postech ve vedení Fortuny byla oznámena kompletní revize dividendové politiky. V březnu byl avizován výrazný pokles dividendového výplatního pásma kvůli potřebě financování budoucího růstu firmy. Dubnovým reportem však bylo oznámeno, že dochází k úplnému zrušení letošní dividendy, přičemž nová dlouhodobá dividendová politika bude oznámena až po skončení finančního roku 2015. Příčinou této změny je zvýšená potřeba finančních prostředků v souvislosti s investicemi především do nové IT platformy (investiční náklady by se v letošním roce měly navýšit až na čtyřnásobek loňských 3 mil. EUR).

Předpokládáme, že i v příštích letech bude CAPEX na vyšších úrovních, než bývalo u Fortuny obvyklé. Proto by se dividendový výplatní poměr měl pohybovat na výrazně nižších úrovních než dřívějších 70-100 %. Očekáváme pouhých 20-40 %, přičemž už v příštím roce by se akcionáři dle našich odhadů měli dočkat znovuzahájení výplaty dividend. Odhadovaných 0,06 EUR bude však bezkonkurenčně nejméně za celou dobu působení Fortuny na BCPP. Dividendový výnos by měl být při aktuální tržní ceně necelá 2 %. Fortuna tak v našich očích ztrácí svůj lesk jako dividendově zajímavý titul.

Předpokládaný vývoj dividendy v následujících letech

EUR na akcii, mil. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Odhad vývoje čistého zisku	15573	15928	11464	9461	9903	11804	12877	13587
Odhad vývoje dividendy	0,22	0,00	0,07	0,05	0,06	0,07	0,10	0,10
Předpokládaný výplatní poměr	74%	0%	30%	30%	30%	30%	40%	40%

Zdroj: Cyrrus

Porovnání základních finančních ukazatelů Fortuny s konkurencí

Fortuna patří s tržní kapitalizací kolem 5 mld. CZK mezi drobné evropské sázkové kanceláře. Dominantním subjektem je zde britský William Hill s 136 mld. CZK tržní kapitalizací následovaná irskou Paddy Power s tržní kapitalizací 99 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	25,2	12,3	14,4	-14,7	3,5	61,8%	7,3
Bet-At-Home.com	13,3	8,6	28,2	45,8	1,6	40,0%	n.a.
888 Holdings	13,3	7,7	21,8	31,6	5,9	98,4%	n.a.
Ladbrokes	17,0	10,2	12,3	10,0	8,3	197,2%	2,5
William Hill	16,5	10,2	24,9	18,9	3,4	105,2%	6,5
Paddy Power	27,6	16,0	23,9	41,5	11,6	63,6%	571,8
Unibet Group	18,9	12,7	23,6	41,9	4,3	42,4%	313,5
Medián sektoru	17,0	10,2	23,6	31,6	4,3	63,6%	7,3
Průměr sektoru	18,8	11,1	21,3	25,0	5,5	86,9%	180,3
Fortuna	16,4	9,5	21,4	57,6	0,0	200%	8,4
Diskont/Prémie k mediánu	-4%	-7%	-9%	82%	-100%	215%	15%

Zdroj: Cyrrus

V porovnání s mediánem sektoru jsou akcie Fortuny nadále poměrně příznivě oceněny. V současnosti se obchodují za zhruba šestnáctinásobek očekávaných ročních čistých zisků, což znamená 4% diskont oproti sedmnáctinásobku P/E běžnému v odvětví. I na úrovni EV/EBITDA lze vidět obdobný jev, kdy akcie Fortuny vykazují určité podhodnocení ve srovnání s hodnotami u ostatních titulů ze sektoru. Jde přitom o mírné snížení diskontu oproti stavu z loňského roku, což ovšem souvisí pouze s tím, jak výrazně cena akcie v posledních měsících poklesla.

Příčinou bylo rozhodnutí současného managementu přerušit vyplácení dividendy, což bylo dříve obrovské lákadlo pro akcionáře Fortuny. Firma se svým dividendovým výnosem kolem 5 % dokonce patřila k nadprůměru v sektoru. Dalším negativem stojícím diskontem akcií Fortuny oproti sektoru je pokles ziskovosti. Na úrovni EBITDA je nyní dosahováno 21,4 % oproti loňským 22,9 %. Ziskovost v rámci srovnávané skupiny přitom stagnovala na úrovni 23,6 %. Navíc je zde ještě faktor mnohem vyšší míry zadluženosti.

Ze zmíněných faktorů, které stojí za přetrvávajícím diskontem tržního ocenění akcií Fortuny, považujeme za krátkodobý pouze zrušení či lépe řečeno přerušování výplat dividendy. V příštím roce by se akcionáři měli dividendy dle našich odhadů dočkat, nicméně ani zdaleka nepůjde o tak atraktivní částku, na kterou byli zvyklí z minulých let. Snižování dluhu také není v nejbližších obdobích na pořadu dne, a to kvůli potřebě financování investic do budoucího rozvoje firmy. Předpokládáme tak, že si akcie Fortuny nadále udrží určitý diskont vůči svým konkurentům.

O sázení je zájem, ziskovost ovšem klesá

Během loňského roku vzrostl objem přijatých sázek Fortuny dvouciferným tempem, a to již potřetí v řadě. Firmě se očividně vyplatila sázka na online segment kurzových sázek při výrazném růstu nabídky, live sázky nevyjímaje. V letošním roce by přitom mělo dojít k dalšímu překonání historických rekordů, kdy by se přijaté sázky měly dle managementu zvýšit o 18 % y/y na úctyhodných 790 mil. EUR. Jde o hodnotu, která výrazně přesahuje námi dříve predikovaných 681 mil. EUR i samotným vedením ještě v úvodu letošního roku odhadovaných 730 mil. EUR. Je tedy evidentní, že je zájem sázkařů mnohem silnější, než bylo dříve očekáváno. Proto také směrem nahoru revidujeme naše očekávání pro objemy přijatých sázek na příští roky.

Již o poznání méně optimisticky vypadá úroveň hrubých výher, která je pod tlakem kvůli klesajícím maržím z titulu rostoucího podílu online sázek a také kvůli zrušení manipulačního poplatku na Slovensku. Očekáváme tak, že se budou v následujících letech pohybovat marže hrubých výher kolem úrovně 17 %, což je citelné snížení ziskovosti oproti historickým 24 %. Pokles odhadovaných marží stojí za tím, proč upravené hodnoty hrubých výher přesně nekopírují výrazné navýšení odhadů u objemů přijatých sázek.

Na úrovni čistého zisku jsme přistoupili dokonce k negativní revizi, a to kvůli očekávanému růstu ostatních provozních nákladů spolu s růstem odpisů v souvislosti s navýšováním investičních nákladů. Snížení odhadovaných úrovní čistého zisku kulminuje v roce 2016, kdy by měla vzejít v platnost vyšší sazba loterijní daně z hrubých výher realizovaných v České republice. Dle dosavadních politických prohlášení to vypadá, že by se daň měla zvýšit ze současných 20 % na 25 %, což by mělo mít na EBITDA Fortuny negativní vliv kolem 3 mil. EUR. Stále je zde výrazná míra nejistoty a konečná hodnota se může změnit jakýmkoliv směrem, přičemž dříve se zvažovalo navýšení dokonce až na 30 % v případě segmentu loterie.

Srovnání původních a nových odhadů vybraných ukazatelů

mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Přijaté sázky (nový)	672,43	796,00	875,60	910,62	947,05	984,93	1 024,33
Přijaté sázky (původní)	-	681,35	701,79	722,85	737,30	744,67	759,57
Rozdíl (%)	-	16,8%	24,8%	26,0%	28,4%	32,3%	34,9%
mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gross Win (nový)	132,61	139,30	148,85	154,81	161,00	167,44	172,09
Gross Win (původní)	-	130,82	134,74	136,62	137,88	138,51	141,28
Rozdíl (%)	-	6,5%	10,5%	13,3%	16,8%	20,9%	21,8%
mil. EUR	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Čistý zisk (nový)	15,93	11,46	9,46	9,90	11,80	12,88	13,59
Čistý zisk (původní)	-	16,56	14,37	13,61	14,36	13,89	14,53
Rozdíl (%)	-	-30,8%	-34,2%	-27,2%	-17,8%	-7,3%	-6,5%

Zdroj: Cyrrus, Fortuna

Stanovení cílové ceny

Cílovou cenu akcií Fortuny stanovujeme již tradičně s využitím dvoufázového modelu diskontovaných očekávaných peněžních toků, a to pro horizont dvanácti měsíců. Oproti naší předchozí analýze došlo hned k několika zásadním změnám, které jsme popsali výše a samozřejmě se projeví i v nastavení vstupních parametrů našeho modelu ocenění.

Od vydání naší předchozí analýzy došlo navíc k mírnému růstu úrokových sazeb na dluhopisových trzích České republiky, Slovenska i Polska. Museli jsme tak přikročit i ke zvýšení kalkulovaných bezrizikových sazeb, které se odvíjí právě od vývoje dluhopisů zmíněných zemí. V našem modelu využíváme konkrétně vládní dluhopisy s desetiletou splatností, které vážíme dle objemu přijatých sázek Fortuny na tom kterém trhu.

K výpočtu rizikové prémie využíváme sazby stanovené A. Damodaranem pro jednotlivé země, kde Fortuna působí. Tyto sazby taktéž vážíme dle objemu přijatých sázek. Od poslední aktualizace naší analýzy došlo k určitým změnám v těchto datech, které jsme zapracovali do našeho modelu. Konkrétně došlo k mírnému nárůstu požadovaných rizikových premií, a to ve všech pro Fortunu významných regionech.

Na náklady vlastního kapitálu působí provedené změny v nastavení bezrizikové sazby a rizikové prémie negativně. Museli jsme tak přikročit k navýšení kalkulovaných nákladů vlastního kapitálu na 8,44 % pro první fázi ocenění z dřívějších 8,06 %. Čisté náklady dluhu jsme ponechali na předchozích hodnotách, došlo k navýšení podílu vlastního kapitálu pro první fázi ocenění. Výsledkem je navýšení průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) na 5,72 % pro první fázi oproti dřívějším 4,52 %. Tato úprava má negativní vliv na ocenění akcií společnosti.

Vstupní parametry modelu ocenění

	Aktuální nastavení		Původní nastavení	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	1,55%	3,70%	1,24%	2,70%
Riziková prémie	6,89%	7,60%	6,82%	7,30%
Beta	1	1	1	1
Náklady vl. kapitálu	8,44%	11,30%	8,06%	10,00%
Náklady dluhu po zdanění	3,00%	4,00%	3,00%	4,00%
Váha vl. kapitálu	50%	50%	30%	50%
Váha dluhu	50%	50%	70%	50%
WACC	5,72%	7,65%	4,52%	7,00%
Dlouhodobý růst		1,0%		1,0%
ROIC		19,19%		20,38%

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, A. Damodaran

Dle parametrů výše odhadujeme současnou hodnotu společnosti na 202,4 mil. EUR. Po započtení čistého dluhu 24,7 mil. EUR stanovujeme čistou současnou hodnotu na 177,7 mil. EUR. V přepočtu na jednu akcii, jichž v současnosti je 52 mil. kusů, to znamená 3,4 EUR neboli 93,3 CZK při kurzu 27,3 CZK/EUR.

Po převodu této hodnoty do budoucího období dvanácti měsíců s využitím diskontní sazby 5,72 % (WACC pro první fázi), vychází roční cílová cena 99 CZK.

Stanovení 12M cílové ceny

mil. eur	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020+
EBIT po zdanění	19,2	13,7	11,3	11,7	13,7	14,9	15,7
Odpisy	4,3	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	
Δ prac. kapitálu	-1,4	-1,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	
Capex	-3,1	-10,9	-7,6	-6,4	-5,7	-6,3	
Volné CF	19,1	6,4	8,2	10,1	12,9	13,6	
Pokračující hodnota							223,3
Disk. volné CF	19,1	6,0	7,3	8,5	10,3	10,3	160,0
Současná hodnota	202,4						
Čistý dluh	24,7						
Čistá současná hodnota	177,7						
Čistá současná hodnota na akcii (EUR)	3,4						
Čistá současná hodnota na akcii (CZK)	93,3						
Roční cílová cena akcie (CZK)							99

Zdroj: Cyrrus

Závěrečná cena akcií Fortuny na BCPP k 25. květnu 2015 byla 96 CZK, což představuje pouze 3% prostor do naší roční cílové ceny. S dividendovým výnosem přitom akcionář v letošním roce nemůže počítat, a tak pouze samotné kapitálové zhodnocení představuje investorův potenciální výnos. Dle metodiky uvedené na předposlední straně tohoto dokumentu stanovujeme investiční doporučení na stupeň „Držet“, 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				
		14,2%	16,7%	19,2%	21,7%	24,2%
WACC	6,6%	113	114	115	116	116
	7,1%	105	106	106	107	108
	7,7%	97	98	99	99	100
	8,2%	90	91	92	92	93
	8,7%	85	86	86	87	87

Zdroj: Cyrrus

Rizika nenaplnění cílové ceny

Fortuna nyní prochází velmi bouřlivým obdobím, z čehož vyplývá, že rizik pro naše odhady je hned celá řada. Kritickým bude budoucí nastavení daňové politiky v České republice, přičemž naše predikce počítají s navýšením daní na 25 % z hrubých výher pocházejících z českého trhu. K úpravě by mělo dojít od začátku příštího roku. Vyšší daň by přitom znamenala negativní tlak na naši cílovou cenu.

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

V této analýze jsme věnovali poměrně široký prostor dividendové politice Fortuny, která nyní prochází revizí. Námi odhadované dividendové výplatní pásmo v rozmezí 20-40 % je založeno čistě na kvalifikovaném odhadu a od reality se může citelně odlišovat. Štědřejší než očekávaná dividenda by měla za následek výraznější než predikované zhodnocení akcií Fortuna.

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

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

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

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

Zjednodušené finanční výkazy

Výkaz zisku a ztráty

(tis. eur)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Přijaté sázky	409 344	467 881	567 231	672 429	796 000	875 600	910 624	947 049	984 931	1 024 328
Hrubé výhry	101 804	110 900	116 500	132 606	139 300	148 852	154 806	160 998	167 438	172 087
<i>marže hrubých výher</i>	24,9%	23,7%	20,5%	19,7%	17,5%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	16,8%
Výnosy	89 844	96 238	97 053	109 617	103 745	108 804	113 156	118 487	124 064	129 229
Provozní náklady	-69 881	-74 155	-73 732	-81 228	-81 928	-89 661	-93 248	-95 851	-99 685	-103 580
EBITDA	19 963	22 083	23 321	28 389	21 817	19 142	19 908	22 636	24 379	25 649
<i>marže EBITDA</i>	22,2%	22,9%	24,0%	25,9%	21,0%	17,6%	17,6%	19,1%	19,7%	19,8%
Odpisy	-3 132	-3 660	-3 682	-4 338	-4 751	-4 989	-5 238	-5 500	-5 775	-6 064
EBIT	16 831	18 423	19 639	24 051	17 066	14 154	14 670	17 136	18 604	19 586
Finanční náklady (netto)	-940	-2 261	-1 975	-2 737	-1 593	-1 554	-1 482	-1 417	-1 456	-1 492
Zisk před zdaněním	15 891	16 162	17 664	21 314	15 473	12 600	13 188	15 719	17 148	18 094
Čistý zisk	13 320	12 319	15 573	15 928	11 464	9 461	9 903	11 804	12 877	13 587
<i>marže čistého zisku</i>	14,8%	12,8%	16,0%	14,5%	11,1%	8,7%	8,8%	10,0%	10,4%	10,5%
EPS	0,26	0,24	0,30	0,31	0,22	0,18	0,19	0,23	0,25	0,26

Rozvaha

(tis. eur)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dlouhodobý majetek a goodwill	63 104	64 879	60 038	62 316	64 334	64 121	63 393	63 896	64 156	64 186
Ostatní dlouhodobý majetek	8 545	9 977	7 817	7 660	6 815	7 027	7 101	7 212	7 330	7 881
Dlouhodobá aktiva	71 649	74 856	67 855	69 976	71 149	71 148	70 494	71 108	71 487	72 067
Hotovost	17 533	15 480	16 654	15 926	21 752	23 284	24 503	25 651	26 671	27 840
Ostatní oběžná aktiva	4 673	4 704	6 517	4 427	3 625	3 881	4 084	4 275	4 445	4 640
Oběžná aktiva	22 206	20 184	23 171	20 353	25 378	27 165	28 587	29 926	31 116	32 480
Aktiva celkem	93 855	95 040	91 026	90 329	96 527	98 311	99 079	101 032	102 602	104 546
Vlastní kapitál	46 702	48 953	27 035	30 080	50 495	56 990	54 825	64 248	62 814	71 929
Dlouhodobé závazky	23 102	14 127	40 054	35 839	26 681	21 195	23 423	15 112	17 226	9 236
Krátkodobé závazky	24 051	31 960	23 937	24 410	19 351	20 127	20 833	21 673	22 563	23 382
Závazky celkem	47 153	46 087	63 991	60 249	46 032	41 322	44 256	36 786	39 789	32 618
Vlastní kapitál a závazky celkem	93 855	95 040	91 026	90 329	96 527	98 311	99 079	101 032	102 602	104 546

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 **26.5.2015**:

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

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, technologie, telekomy, komodity
Ladislav Klobása	Brno	ladislav.klobasa@cyrrus.cz	Strukturované produkty
Jana Gajdošíková	Brno	jana.gajdosikova@cyrrus.cz	Data miner

Trading & Sales:

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

Corporate finance:

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

Výhrada (disclaimer):

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

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

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

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

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

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