

FORTUNA

Doporučení: Akumulovat
Cílová cena: 103 Kč

Fortuna Entertainment Group

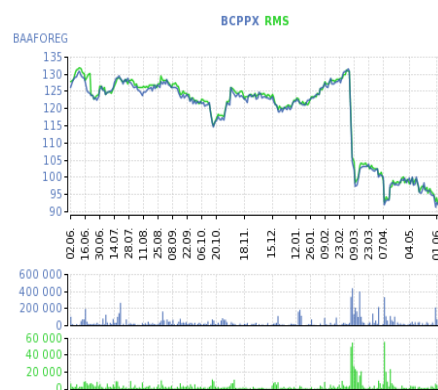
Nové doporučení: AKUMULOVAT
Předchozí doporučení: Akumulovat
Cílová cena (12M): 103 Kč
Minulá cílová cena: 134 Kč
Datum vydání: 5. 6. 2015

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
FORTUNA	(29,4)	(25,7)	(26,4)
Index PX	(0,5)	1,2	(0,8)
STOXX Eur. 600	(0,1)	13,2	13,6

ZÁKLADNÍ INFORMACE

Odvětví: Herní průmysl
Ticker: BAAFOREG (BCPP)
Počet vydaných akcií: 52 mil. ks.
Free float: 33 %
Tržní kapitalizace: 4 674 mil. Kč
Dividenda (12 M) 14E 0 Kč
Uzavírací cena k 4. 6. 2015 92 Kč
Roční maximum: 137 Kč
Roční minimum: 87 Kč

Graf. č. 1: Vývoj kurzu společnosti



V předkládané analýze akciového titulu společnosti Fortuna Entertainment Group (dále jen „Fortuna“ nebo „Společnost“) aktualizujeme náš pohled na Společnost. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke snížení naší cílové ceny pro akcie Fortuny ze 134 Kč na 103 Kč, přičemž investiční doporučení vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu potvrzujeme na stupni „akumulovat“.

- **Akcie Fortuny od začátku března oslabily o 30 %, což v podstatě kopíruje očekávaný meziroční propad EBITDA v letošním roce.** Fundamentální parametry Společnosti se zhoršily zejména v návaznosti na (1) zrušení manipulačního poplatku na Slovensku u internetového sázení, (2) očekávané vyšší zdanění v České republice od roku 2016 s odloženou účinností novely loterijního zákona (která umožňuje provozovat online hazardní hry) a (3) vyšší investiční výdaje Společnosti s negativním dopadem na její dividendovou politiku.
- **Fiskální roky 2015 a 2016 budou v případě Fortuny pravděpodobně ve znamení klesajícího provozního i čistého zisku.** Navzdory očekávané slušné dynamice růstu přijatých sázek v následujících 5 letech (CAGR +8 %) by vzhledem k pokračujícímu trendu klesajících marží z hrubých výher měly výnosy růst podstatně nižším tempem. Rok 2017 by vzhledem k očekávanému spuštění online hazardních her měl přinést revitalizaci provozního i čistého zisku Společnosti i zpomalení propadu marže z hrubých výher.
- **Akcie Fortuny se v současné době obchodují při 9,7 násobku EV/EBITDA 2015 s mírným diskontem vůči průměrným hodnotám peer group.** Tento diskont činí v porovnání s mediánovými hodnotami peer group na základě EV/EBITDA 2015e 10 % a na základě P/E 2015e 5 %. V porovnání s historickými dosahovanými násobky Fortuny jsou aktuální hodnoty lehce nadprůměrné.
- **Výslednou cílovou cenu s investičním horizontem 12 měsíců jsme stanovili jako vážený průměr ocenění metodou tržního srovnání (93 Kč/akcii) a diskontovaných peněžních toků (107 Kč/akcii).** Pro stanovení výsledné cílové ceny jsme použili 70% váhu pro ocenění dle DCF a 30% váhu pro peer group srovnání, čímž jsme dospěli k cílové ceně 103 Kč na akcii. Tato hodnota převyšuje aktuální tržní kurz Fortuny o 12 %.

Výsledky hospodaření za 1Q 2015

Reportované výsledky Fortuny za 1Q 2015 nás mile překvapily dynamikou přijatých sázek při meziročním růstu o 20 %. I přes nízkou srovnávací základnu stojí za pozornost zejména růstová dynamika polského trhu. Ten dle našich propočtů rostl na úrovni přijatých sázek meziročně o cca 30 %, což je v komparaci s dynamikou růstu polského trhu v předchozích čtvrtletích výrazné zlepšení. Vzhledem ke zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení na Slovensku a nepříznivým výsledkům sportovních událostí v prvním čtvrtletí se dynamika růstu přijatých sázek příliš nepromítla na hrubých výhrách Společnosti. Ty meziročně vzrostly pouze o 3,7 %, nicméně **hrubé výhry z kurzového sázení po internetu dosáhly za první čtvrtletí meziročního růstu o 23 %**. Hrubé výhry z kurzových sázek na kamenných pobočkách naopak poklesly o 17 %. Rozevírání nůžek u jednotlivých prodejních kanálů ukazuje na akcelerující migraci zákazníků Společnosti z kamenných poboček na internet. Tento dlouhodobý trend se negativně odráží na dosahované marži Společnosti. Z pohledu valuace Společnosti nejdůležitější ukazatel EBITDA dosáhla za 1Q 2015 očekávaného meziročního poklesu o 21 % při 7,4 mil. EUR. Provozní náklady Fortuny tak v 1Q 2015 meziročně vzrostly o 11 %. Fortuna v rámci prezentace kvartálních výsledků za 1Q přistoupila ke změně svého celoročního výhledu hospodaření. **Management Společnosti očekává celkové přijaté sázky za rok 2015 ve výši 790 mil. EUR (y/y +17,5 %)**. Dřívější výhled počítal se 730 mil. EUR. Negativní zprávou je horší **výhled pro provozní zisk EBITDA při očekávaném meziročním propadu o 25 – 30 %**.

Tabulka 1 Hospodaření Fortuny za 1Q 2015

	Q1 2014	Q1 2015	% změna	FY 2013	FY 2014	% změna
Přijaté sázky	165,9	199,3	20,2 %	567 231	672 429	18,55 %
- Sportovní sázení	162,0	194,6	20,1 %	551 169	655 713	18,97 %
- Loterie	3,8	4,7	23,7 %	16 062	16 716	4,07%
Hrubé výhry	34,1	35,4	3,7 %	116 474	132 606	13,85 %
- Sportovní sázení	32,4	33,3	3 %	108 837	125 058	14,90 %
- Loterie	1,7	2,0	17,2 %	7 637	7 548	-1,17 %
Výnosy	25,4	25,1	-1,2 %	97 053	109 617	12,95 %
- Sportovní sázení	26,8	23,4	-2,3 %	89 377	102 064	14,19 %
- Loterie	1,8	1,7	17,5 %	7 676	7 553	-1,60 %
EBITDA	9,4	7,4	-21,0 %	26 676	28 390	6,43 %
- Sportovní sázení	9,4	7,1	-23,8 %	27 319	28 033	2,61 %
- Loterie	0,02	0,3	20,2 %	(643)	357	n.a.

Zdroj: Fortuna

Tahounem růstu přijatých sázek Společnosti bylo tradičně kurzové sázení po internetu. Fortuna v segmentu online kurzových sázek rostla na všech svých trzích dvouciferným tempem. Na segment sportovních sázek připadl objem přijatých sázek ve výši 194,6 mil. EUR. (y/y +20,2 %). Přijaté sázky z loterie dosáhly za 1Q 2014 4,7 mil. EUR, což představuje meziroční nárůst o 24 %. Sportovní sázky v České republice se v 1Q 2015 podílely na celkových přijatých sázkách Fortuny cca 60 %. Podíl slovenského trhu na celkových přijatých sázkách Fortuny činil v 1Q 2015 více než 25 %. Největší procentuální meziroční nárůst přijatých sázek zaznamenala Fortuna v Polsku (odhadem y/y +30 %). Tamější trh generuje cca 14 % přijatých sázek Fortuny. Pozitivní efekt na vyšší dynamiku přijatých sázek na polském trhu měla vedle nižší srovnávací základny rovněž PR akce sázkových kanceláří zaměřená proti nelegálním sázkovým kancelářím. Ta byla umocněna snahou polského státu postihovat samotné sázkaře, kteří sázejí u nelegálních přeshraničních sázkových kanceláří. Hrubé výhry z kurzového sázení v Polsku se za první čtvrtletí zvýšily dvouciferně.

Zhoršení fundamentu Společnosti

Akcie Fortuny od začátku března oslabily o 30 %, což v podstatě kopíruje očekávaný meziroční propad EBITDA v letošním roce. Fundamentální parametry Společnosti se zhoršily zejména v návaznosti na (1) očekávané vyšší zdanění v České republice od roku 2016 s odloženou účinností novely loterijního zákona (která umožňuje provozovat online hazardní hry), (2) zrušení manipulačního poplatku na Slovensku u internetového sázení a (3) vyšší investiční výdaje Společnosti s negativním dopadem v krátkodobém horizontu na její bilanci cash flow, respektive dividendovou politiku.

(1) Vyšší zdanění v České republice

Ministerstvo financí ČR oficiálně představilo aktualizovaný návrh na vyšší zdanění sázkových kanceláří, loterií a hazardních společností. V případě sázkových kanceláří **návrh počítá s nárůstem sazby loterijní daně pro kurzové sázky o 5 % při zvažované daňové sazbě 25 % z hrubých výher**. Pro loterii Fortuny by pak měla od roku 2016 platit rovněž 25% daňová sazba. V současné době odvádí Fortuna v České republice vedle 19% daně z příjmu právnických osob 20% loterijní daň z hrubých výher (rozdíl mezi přijatými sázkami a vyplacenými výhrami).

Český trh je pro Fortunu klíčovým trhem. Sportovní sázení v ČR se podílí na celkových přijatých sázkách skupiny zhruba 60 %. Přijaté sázky z číselné loterie v ČR pak představují cca 2 % celkových přijatých sázek skupiny Fortuna. Podíl hrubých výher za ČR dosahuje na celkových výsledcích Fortuny cca 47 % (nižší marže hrubých výher v ČR v porovnání se Slovenskem a Polskem). Za loňský rok odvedla Fortuna na loterijní dani 12,7 mil. EUR. Při uplatnění navrhované 25% sazby z kurzových sázek a číselných loterií by loterijní daň činila cca 15,7 mil. EUR, což by představovalo nárůst loterijní daně o cca 25 %. **Dopad na provozní zisk Společnosti na úrovni EBITDA by pak při zachování jinak stejných podmínek představoval pokles o 10 %. Stejný dopad na provozní zisk EBITDA Fortuny bude mít dle naší projekce uvažovaný návrh zdanění v roce 2016.** Nová úprava hazardního průmyslu z dílny MFČR by z pohledu sázkových kanceláří měla přinést kromě negativních faktorů z titulu vyššího zdanění i některé pozitivní aspekty. Od 1. ledna 2017 by nová úprava hazardu v ČR měla umožnit sázkovým kancelářím provozovat on-line hazardní hry (kasino, číselné loterie, poker). Vyšší zdanění hazardu by měla upravovat nově vyhláška MFČR, která by měla nabýt účinnosti již o rok dříve než samotná novela loterijního zákona.

Do ztracena vyznívá z našeho pohledu snaha Ministerstva financí ČR blokovat webové stránky nelegálních sázkových kanceláří. Domníváme se, že pro tyto kroky nenajdou představitelé Ministerstva oporu v právních normách Evropské unie.

Negativní zprávou pro Fortunu je odložení novely loterijního zákona s možností provozovat online hazardní hry, zatímco vyšší zdanění by mělo platit od roku 2016.

Negativní dopad z titulu vyššího zdanění v ČR odhadujeme na úrovni EBITDA na 10 %.

(2) Zrušení manipulačního poplatku na Slovensku

V rámci zostření konkurenčního boje na Slovensku následovala Fortuna krok společnosti Tipsport a u kurzového sázení na internetu zrušila výběr manipulačního poplatku, přesněji řečeno jej bude platit a ve formě daní odvádět slovenskému státu za své zákazníky. Na Slovensku platili sázkaři doposud manipulační poplatek ve výši 6 % z vkladu. Management odhadl negativní dopad tohoto kroku ve výši 6 mil. EUR, což představuje 22 % očištěné EBITDA Společnosti za rok 2014.

Vedle vyšších nákladů Fortuny bude doprovodným jevem tohoto kroku pravděpodobně rychlejší migrace slovenských zákazníků z kamenných poboček na internet a z toho pramenící rychlejší propad marží Společnosti. To už ostatně naznačily reportované hospodářské výsledky Fortuny za 1Q 2015. Soudíme nicméně, že výsledný negativní efekt může být nižší než avizovaných 6 mil. EUR. Domníváme se, že realizovaným krokem posílí Společnost svůj tržní podíl na slovenském trhu na úkor nelegálních přeshraničních sázkových kanceláří a vyšší náklady Fortuny by měly částečně kompenzovány růstem přijatých sázek při vyšší klientské základně.

(3) Dividendová a investiční politika Fortuny

Fortuna se od primárního úpisu svých akcií na pražské a varšavské burze profilovala jako dividendový titul s deklarovaným dividendovým výplatním poměrem 70 – 100 % konsolidovaného čistého zisku. S nástupem nového managementu však dividendová politika Společnosti prochází aktuálně revizí a lze očekávat výraznou korekci v doposud štedré dividendové politice Fortuny. V dubnu management oznámil, že Fortuna za rok 2014 nevyplatí žádnou dividendu a svou oficiální dividendovou politiku představí až po skončení fiskálního roku 2015.

Tabulka 2 Předpokládaná dividendová politika Fortuny

	2015	2016	2017	2018	2019
Odhad čistého zisku	10 007	9 116	12 216	15 054	15 570
Předpokládaný výplatní poměr	30 %	30 %	30 %	50 %	50 %
Odhad dividendy (EUR)	0,06	0,05	0,07	0,14	0,15

Zdroj: Fio banka

Rozhodnutí o nevyplacení dividendy zdůvodnil management Společnosti vyššími investičními výdaji, které Fortunu v letošním roce čekají při modernizaci IT platformy. Úroveň CAPEX by v letošním roce měla dosáhnout 4násobku úrovně minulého roku. Věříme, že vyšší investiční náročnost Fortuny má dočasný charakter a Fortuna se pravděpodobně již v příštím roce k výplatě dividendy vrátí. Očekáváme snížení dividendového výplatního poměru v intervalu 30 – 50 % dosaženého zisku. Vycházíme zejména z představení nepřilíš konkrétní střednědobé vize tvorby hodnoty Společnosti ze strany nového managementu, která zahrnuje vedle představení nových produktů také posilování tržních pozic Fortuny na stávajících trzích prostřednictvím akvizic i případnou expanzi na nové trhy.

Zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení může v delším období posílit tržní pozici Fortuny na slovenském trhu.

Za nešťastnou považujeme komunikační politiku nového managementu, který představí oficiální dividendovou politiku Společnosti až v příštím roce.

V příštím roce očekáváme návrat Fortuny k výplatě dividendy při nižším výplatním poměru.

Projekce hospodaření Společnosti (2015 – 2019)

Následující dva roky budou v případě Fortuny pravděpodobně ve znamení klesajícího provozního i čistého zisku. Navzdory námi očekávané slušné dynamice růstu přijatých sázek v následujících 5 letech (CAGR +8 %) by vzhledem k pokračujícímu trendu klesajících marží z hrubých výher měly výnosy Fortuny růst podstatně pomaleji. Rok 2017 by vzhledem k očekávanému spuštění online hazardních her měl přinést revitalizaci provozního i čistého zisku Společnosti i zpomalení propadu marží z hrubých výher.

Tabulka 3 Projekce hospodaření (2015 – 2019)

mil. EUR	2014	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Přijaté sázky	672,4	786,3	868,8	964,1	1 032,4	1 083,3
Hrubé výhry	132,6	136,9	143,3	159,1	167,3	173,3
Výnosy	109,6	99,1	100,4	108,2	113,7	116,2
EBITDA	28,39	20,4	19,6	24,3	28,1	28,9
EBITDA marže	25,9 %	20,59 %	19,52 %	22,46 %	24,71 %	24,87 %
Odpisy	(4,3)	(5,0)	(5,4)	(5,5)	(5,6)	(5,6)
Provozní zisk (EBIT)	24,0	15,3	14,2	18,8	22,6	23,3
Finanční výsledek hospodaření	(1,3)	(2,0)	(2,0)	(2,5)	(2,5)	(2,5)
Zisk před zdaněním	21,3	13,3	12,2	16,3	20,1	20,8
Daň z příjmu	(5,4)	(3,3)	(3,0)	(4,1)	(5,0)	(5,2)
Čistý zisk	17,4	10,0	9,1	12,2	15,1	15,6

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Dynamika růstu celkových přijatých sázek za 1Q 2015 při 20% meziročním růstu nás mile překvapila. V jejím světle se naše predikce přijatých sázek v poslední publikované analýze ukázala jako příliš konzervativní. **Pro projektované období následujících pěti let jsme proto přistoupili k výraznému navýšení očekávaných přijatých sázek při jejich průměrném ročním tempu růstu o 8 %.** V letošním roce vykáže Fortuna dle našeho odhadu meziroční nárůst přijatých sázek o cca 17 %, výrazně výše oproti původnímu výhledu Společnosti při 9 % a nepatrně níže v porovnání s aktuálním očekáváním managementu přijatých sázek ve výši 790 mil. EUR. Hnacím motorem objemu přijatých sázek Společnosti by měla být nadále rozšiřující se klientská báze a s pokračující migrací zákazníků z kamenných poboček na internet i vyšší frekvence sázek stávajících klientů.

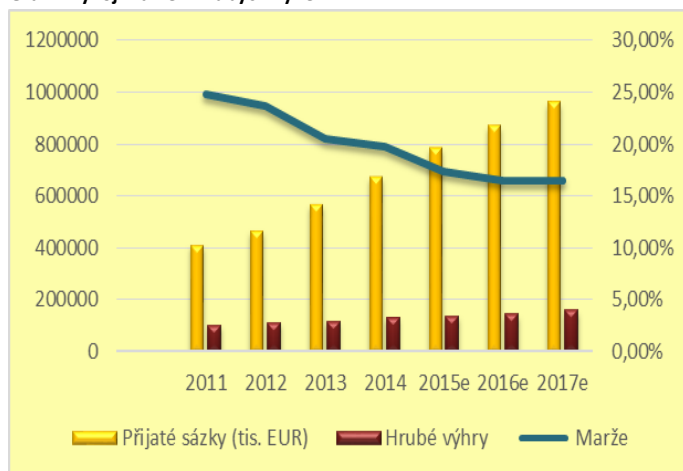
Fortuna vykazuje úctyhodné tempo růstu registrovaných zákazníků. Ke konci roku 2014 jich Společnost registrovala 602 000. Počet aktivních klientů (vsadí si min. 1x za čtvrtletí) však bude o poznání nižší. Jejich podíl odhadujeme na 50 – 60 % registrovaných uživatelů. Největší potenciál k růstu klientské báze vidíme vzhledem k nízké základně a velikosti trhu v Polsku. Na slovenském trhu by mělo nárůst aktivní klientské základny podpořit zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení. Český trh vnímáme jako relativně saturovaný a výraznější nárůst aktivních klientů by mohl přinést z našeho pohledu pouze účinnější regulace přeshraničních nelegálních kancelářů.

Objem přijatých sázek na internetu podpoří vyšší frekvence sázek klientů v návaznosti na rychlý rozvoj live sázek i větší dostupnost produktového portfolia Společnosti s rostoucí penetrací chytrých telefonů a tabletů na trzích působnosti Fortuny. Předpokládáme rovněž, že pozitivní efekt na růst přijatých sázek bude mít v budoucnu širší paleta produktů Fortuny. Zejména ze strany online hazardních her (kasino, bingo, poker, aj.), které by měla Společnost představit s předpokládanou účinností loterijního zákona od roku 2017, očekáváme výraznější impuls pro růst přijatých sázek i zpomalení propadu marží Společnosti. Vycházíme zejména ze zkušeností sázkových kancelářů na vyspělých evropských trzích. Mezi tradičními britskými operátory není výjimkou, že podíl hazardních her na celkových přijatých sázkách společnosti přesahuje 50 % (čistě online hazardní hry 25 – 30 %). V rámci naší projekce odhadujeme, že **podíl přijatých sázek Fortuny z online hazardních her (včetně loterie) by mohl dosáhnout v roce 2017 úroveň 5 - 10 % celkových přijatých sázek Společnosti.** Aktuálně číselná loterie Fortuny generuje cca 2 % přijatých sázek Společnosti.

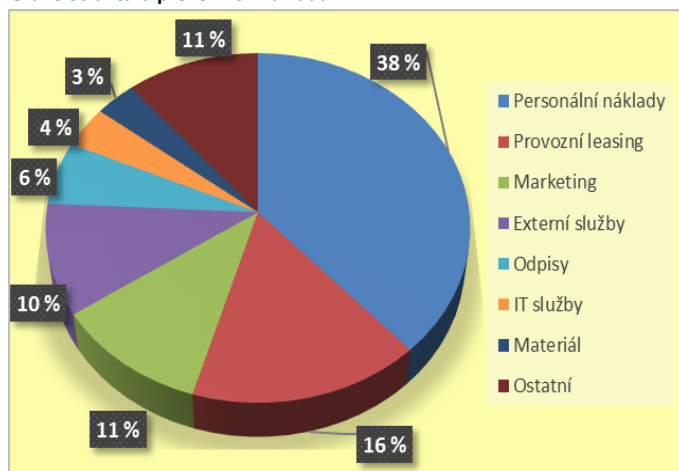
V letošním roce očekáváme výši hrubých výher na úrovni 137 mil. EUR (y/y +3 %). Negativní dopad na hrubé výhry bude mít v letošním roce zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení na Slovensku. To vedle samotného výpadku poplatku povede k akceleraci migrace hráčů k internetovému sázení a pokračujícímu tlaku na marže z hrubých výher. Dlouhodobým trendem v hospodaření Společnosti je rostoucí podíl vyplacených výher na přijatých sázkách. V návaznosti na pokračující migraci zákazníků z kamenných poboček na internet a rostoucí oblibu live sázek vyznačující se nejnižšími maržemi očekáváme v rámci projektovaného období pokračující propad marží Společnosti. Očekávaný růst přijatých sázek v projektovaném období se tak v plné míře neprojeví na růstu hrubých výher. V jejich případě očekáváme pro projektovaný horizont průměrné roční tempo růstu ve výši 5 %. **Případné vyšší zastoupení hazardních her na celkových přijatých sázkách Společnosti může mít důležitou implikaci pro budoucí vývoj marží Fortuny.** V případě hazardních her jsou podmínky nastaveny ve prospěch provozovatele výrazně výhodněji, než je tomu u kurzových sázek. Provozovatel získává relativně stabilní podíl z přijatých sázek dosahující výše až 45 %.

Příjmy Fortuny, tedy přijaté sázky po odečtení vyplacených výher a srážkových daní z přijatých sázek, by měly růst v projektovaném období rovněž výrazně nižším tempem než přijaté sázky. Jejich průměrný roční růst (CAGR 2015 – 2019) odhadujeme na 4 %. Projektovaný meziroční propad výnosů o 10 % v letošním roce jde na vrub změně metodiky ve vykazování loterijní daně za Českou republiku. V České republice byla daň ze sázení vykazována pod výnosy jako výdaj. Od letošního roku Společnost sjednotila veškeré sázkové daně do jedné položky, která je uváděna vždy před výnosy. Při sjednocené metodice vykazování by výnosy na meziroční bázi dosáhly dle naší projekce růstu o cca 2 % (y/y).

Graf 2 Vývoj marže z hrubých výher



Graf 3 Struktura provozních nákladů



V souvislosti s investicemi do nové IT platformy a nových produktů porostou provozní náklady Společnosti v letošním roce dle našeho odhadu o cca 15 %. Ve struktuře nákladů představují nejvýznamnější položku osobní náklady, které tvořily ke konci roku 2014 cca 38 % celkových provozních nákladů Fortuny. Celkově by průměrný roční růst provozních nákladů měl dle našeho odhadu dosáhnout 3 % (CAGR 2015 – 2019) a to zejména z titulu růstu personálních nákladů, IT služeb a s rozšiřujícím se produktovým portfoliem Společnosti i externích služeb (streamování obsahu, live feed). V návaznosti na zvýšenou investiční aktivitu Fortuny v letošním roce při očekávaném CAPEX ve výši 12 mil. EUR vzrostou v následujících letech výrazněji rovněž odpisy.

Jako výsledek výše uvedené projekce výnosů a provozních nákladů Společnosti očekáváme v letošním roce pokles očištěného provozního zisku před odpisy o 27 %. Finanční náklady by měly růst jen pozvolným tempem, když předpokládáme, že Společnost se bude držet spíše konzervativní finanční politiky při udržení poměru čistého dluhu k EBITDA na úrovni okolo 1. Čistý zisk Společnosti by měl dle naší projekce vykázat během následujících dvou let pokles o 47 %. Letošní čistý zisk (očekáváme y/y -42 %) bude negativně ovlivněn zrušením manipulačního poplatku na Slovensku a vyššími provozními náklady v souvislosti s modernizací IT platformy a přípravou nových produktů. Zisk v příštím roce negativně ovlivní zejména očekávané zvýšení sazby loterijní daně v České republice z 20 na 25%.

Sektorové srovnání

Akcie Fortuny se v současné době obchodují s mírným diskontem vůči průměrným hodnotám peer group. Tento diskont činí v porovnání s mediánovými hodnotami peer group na základě EV/EBITDA 2015e 10 % a na základě P/E 2015e 5 %. V porovnání s historickými dosahovanými násobky Fortuny jsou aktuální hodnoty lehce nadprůměrné. Aktuální ocenění akcií Fortuny při 9,7násobku očekávané EBITDA za rok 2015 považujeme vzhledem k vysokému generovanému cash flow Fortuny, nižší investiční náročnosti odvětví (jakkoliv to v kontextu aktuálních událostí zní paradoxně) a růstovým vyhlídkám Společnosti ve střednědobém horizontu za adekvátní. Transakční násobky, za které byly v poslední době akvírovány kontrolní podíly sázkových společností na vyspělých trzích, se pohybují na vyšších úrovních (v prosinci 2014 akvíroval privátní fond CVC Partners 80% obchodní podíl v Sky Bet při 15x EBITDA).

Tabulka 4 Vybrané finanční ukazatele za rok 2014

	P/E 15	P/E 16	EV/EBITDA 15	EV/EBITDA 16
William Hill	17,27	15,56	11,17	10,57
Ladbrokes	17,20	15,24	8,49	7,95
Paddy Power	27,10	23,41	15,16	13,44
Betfair	35,83	36,98	18,75	20,00
888 Holding	20,27	17,96	10,40	9,34
Unibet Group	19,54	16,70	14,6	12,34
Bet-At-Home	12,69	12,33	9,57	9,26
Sportech	16,22	15,83	8,48	8,26
Fortuna	17,5	19,2	9,7	10,1
Medián odvětví	18,4	16,3	10,8	10
Průměr odvětví	20,8	19,3	12,1	11,3

Zdroj: Bloomberg, Fio banka

Při očekávaném meziročním propadu čistého zisku Fortuny o cca 40 % v roce 2015 bude očekávaná návratnost vlastního kapitálu Fortuny (27,5 %) patřit v odvětví spíše k podprůměrným při relativně komfortní pozici čistého dluhu vůči EBITDA 1,1. Očekávaná rentabilita celkových aktiv Fortuny za rok 2015 ve výši 11 % patří v porovnání s mediánovými hodnotami (13 %) rovněž k nižším. EBITDA marže Fortuny za rok 2015 dosáhne dle naší projekce 20,5 %, což představuje rovněž spíše podprůměrné hodnoty v rámci srovnávací skupiny. Částečný diskont v ocenění akcií odráží i rozhodnutí managementu společnosti o nevyplacení dividendy ze zisku roku 2014 a celková revize dividendové politiky, jejíž podoba zůstává v tuto chvíli nejistá. Očekávanou pozici čistého dluhu vůči EBITDA na konci roku 2015 ve výši 1,1 považujeme za relativně komfortní, přestože v porovnání s mediánovými hodnotami srovnávací skupiny patří spíše k vyšším.

Tabulka 5 Vybrané finanční ukazatele za rok 2014

	Divi. výnos	ROE	ROIC	EBITDA marže	Čistý dluh/ EBITDA
William Hill	2,87 %	18,90 %	11,09 %	24,95 %	1,4
Ladbrokes	7,4 %	10,02 %	7,22 %	12,27 %	2,62
Paddy Power	1,88 %	41,58 %	43,48 %	23,87 %	-1,16
Betfair	0,86 %	33,62 %	36,45 %	23,25 %	-2,3
888 Holding	3,18 %	31,63 %	41,35 %	21,77 %	-1,6
Unibet Group	4,1 %	46 %	30 %	25,48 %	-0,84
Bet-At-Home	0,00 %	45,7 %	43 %	28,2 %	-1,17
Sportech	0,00 %	-16,42 %	-9,70 %	20,27 %	3,05
FORTUNA	0,00 %	56,5 %	25,76 %	25,9 %	0,85
Medián odvětví	1,88 %	33,62 %	30 %	23,87 %	-0,84
Průměr odvětví	2,25 %	29,73 %	25,41 %	22,88 %	n.a.

Zdroj: Bloomberg

Ocenění Společnosti

Ocenění akcií Fortuny jsme provedli metodou tržního srovnání a metodou diskontovaných cash flow ve variantě entity. Větší váhu (70 %) přisuzujeme metodě DCF, 30% váhu pak má ocenění na základě metody tržního porovnání. Nižší váhu metodě tržního srovnání jsme přiřadili vzhledem k relativně vyšší variabilitě obchodovaných násobků u jednotlivých společností zastoupených v peer group. Ty reflektují rozdílnou dynamiku růstu jednotlivých společností, jejich ziskovost, rozličný obchodní model, případně regulatorní rámec, jemuž jsou společnosti vystaveny.

(1) Ocenění metodou tržního porovnání

Tabulka 6 Ocenění dle EV/EBITDA

	2015e	2016e
EBITDA (mil. EUR)	20,4	19,6
Mediánová hodnota EV/EBITDA Peer Group	10,8	10
Aplikovaná prémie / diskont	0 %	0 %
Implikované ocenění EV	220,32	196
Čistý dluh (mil. EUR)	22,5	20,0
Ocenění VK (mil. EUR)	197,82	176
Implikované ocenění akcie Fortuny	104 Kč	93 Kč

Zdroj: Fio banka

Pro ocenění akcií Fortuny metodou tržního srovnání jsme volili mediánové hodnoty násobků EV/EBITDA a P/E pro roky 2015 a 2016 za srovnávací skupinu evropských veřejně obchodovaných sázkových kanceláří, jak je dokumentuje tabulka č. 4. Výslednou hodnotu ocenění akcií Fortuny metodou tržního porovnání jsme stanovili jako aritmetický průměr výše uvedených jednotlivých ocenění dle tržních násobků EV/EBITDA a P/E na základě očekávané výkonnosti Společnosti v letech 2015 a 2016. **Výslednou hodnotu akcií Fortuny založenou na metodě tržního porovnání jsme tak stanovili na 93 Kč za akcii.**

Tabulka 7 Ocenění dle P/E

	2015e	2016e
Čistý zisk (mil. EUR)	10,0	9,1
Mediánová hodnota P/E Peer Group	18,4	16,3
Aplikovaná prémie / diskont	0 %	0 %
Ocenění VK (mil. EUR)	184	148
Implikované ocenění akcie Fortuny	97 Kč	78 Kč

Zdroj: Fio banka

Výslednou hodnotu akcií Fortuny založenou na metodě tržního porovnání jsme stanovili na 93 Kč za akcii.

(2) Ocenění metodou diskontovaného cash flow

Jako základní metodu ocenění pro určení vnitřní hodnoty akcií Společnosti jsme zvolili dvoufázový model diskontovaného volného cash flow ve variantě entity, neboť na základě analýzy finančního zdraví Společnosti a analýzy odvětví předpokládáme nekonečné trvání podniku (going concern). Hlavní hodnotu oceňované Společnosti tedy spatřujeme v jejím budoucím výnosovém potenciálu.

Diskontní míru jsme stanovili na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu (dále jen „WACC“), které dle našeho názoru nejlépe vyjadřují riziko spojené s předmětem ocenění.

Náklady na vlastní kapitál jsme odhadli na základě modelu CAPM, který vychází z výnosů bezrizikové investice, prémie na tržní riziko, koeficientu beta dané Společnosti a dalších případných rizikových prémie. Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Fortuny. Nezádlužený koeficient beta jsme převzali z databáze Bloomberg.

Prémii za tržní riziko odvozujeme jako vážený průměr rizikových přírážek jednotlivých zemí dle modelu prof. Damodarana. Rizikové přírážky jsou váženy dle podílu jednotlivých zemí na celkových přijatých sázkách.

Hodnotu zadlužených nákladů vlastního kapitálu Fortuny v jednotlivých letech dle odhadované kapitálové struktury Společnosti vycházející z tržních hodnot vlastního kapitálu dokumentuje následující tabulka.

Tabulka č. 8 Prémie za tržní riziko

	Prémie	Váha
Česká republika	5,92 %	60 %
Polsko	6,23 %	15 %
Slovensko	6,26 %	25 %
Premie za tržní riziko	6,9 %	

Zdroj: Fio banka, a.s., Damodaran

Tabulka 9 Náklady vlastního kapitálu

	2015	2016	2017	2018	2019	PH
Bezriziková výnosnost	1,10 %	1,5 %	2 %	2,5 %	2,5 %	3 %
Nezádlužený koeficient beta	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
D/E	21,4%	20,6%	19,9%	19,6%	19,6%	19,6 %
Koeficient beta pro poměr D/E	0,7	0,69	0,69	0,69	0,69	0,8
Prémie za tržní riziko	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Přírážka za specifické riziko	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Náklady vlastního kapitálu	5,9 %	6,3 %	6,8 %	7,3 %	7,3 %	8,5 %

Zdroj: Fio banka, a.s.,

Náklady na cizí kapitál jsme určili jako vážený průměr úrokových sazeb úročených závazků Společnosti, přičemž průměrné zůstatky úročených závazků během roku posloužily jako váhy pro výpočet. Kvůli konzistenci s použitým výpočtem volného peněžního toku pro akcionáře a věřitele jsme použili náklady cizího kapitálu snížené o daňový štít.

Vzhledem k tomu, že výchozím předpokladem pro ocenění jsou tržní hodnoty jednotlivých složek kapitálu, které vstupují do výpočtu vážených průměrných nákladů, bylo nutné provést při závěrečném ocenění vyladění kapitálové struktury iterativními postupy. Následně uvádíme hodnotu vážených průměrných nákladů kapitálu, které byly vypočítány v rámci závěrečného ocenění akcií společnosti Fortuna.

Tabulka 10 Vážené průměrné náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)						
Položka	2015	2016	2017	2018	2019	PH
D/(E+D)	17,7%	17,1%	16,6%	16,4%	16,4%	16,41 %
E/(E+D)	82,3%	82,9%	83,4%	83,6%	83,6%	83,59 %
Náklady cizího kapitálu	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	3,50%
Náklady vlastního kapitálu	5,9	6,3	6,8	7,3	7,3	8,52%
WACC	5,3%	5,7%	6,1%	6,5%	6,5%	7,7%

Zdroj: Fio banka

Výpočet peněžních toků na úrovni vlastníků a věřitelů v jednotlivých letech první fáze finančního plánu znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 11 Výpočet FCFF pro období 2015 - 2019

FCFF (tis. EUR)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Provozní výsledek hospodaření	15,3	14,2	18,8	22,6	23,3
Efektivní sazba daně	25%	25%	25%	25%	25%
Daň	(3,8)	(3,5)	(4,7)	(5,6)	(5,8)
Upravený EBIT po zdanění	11,5	10,6	14,1	16,9	17,4
Odpisy	5	5,4	5,5	5,6	5,6
CF před změnou PK	16,5	16,0	19,6	22,5	23,0
Změna pracovního kapitálu	(0,5)	(0,4)	(1,2)	(0,9)	(0,9)
CAPEX	12,0	9,0	6,0	6,0	6,0
Free Cash Flow to Firm	4,0	6,6	12,3	15,7	16,1

Zdroj: Fio banka

Výpočet pokračující hodnoty v rámci druhé fáze jsme založili na Gordonově modelu. Pro druhou fázi jsme stanovili dlouhodobou růstovou míru na úrovni 1%. **Na základě našeho modelu a výše uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií společnosti Fortuna metodou diskontovaných peněžních toků ve výši 107 Kč na akcii.**

Na základě našeho modelu a uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií společnosti Fortuna metodou diskontovaných peněžních toků ve výši 107 Kč na akcii.

Tabulka 12 Rekapitulace ocenění Společnosti dle DCF entity

	2015E
Diskontní sazba	7,7 %
Současná hodnota FCFF do roku 2019	46,7
Současná hodnota FCFF po roce 2019	181
Čistý dluh	24,6
Odhadovaná vnitřní hodnota Společnosti	202,7
Kurz CZK/EUR k 4. 6. 2015	27,4
Počet emitovaných akcií	52 000 000
Vnitřní hodnota na akcii (EUR)	3,9 EUR
Vnitřní hodnota (CZK)	107 Kč

Zdroj: Fio banka

Citlivostní analýza

Níže uvedená tabulka demonstruje analýzu citlivosti vnitřní hodnoty akcie na vybrané vstupní parametry oceňovacího modelu. V našem případě se jedná o diskontní sazbu v rámci pokračující hodnoty a dlouhodobou růstovou míru.

Tabulka 13 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Dlouhodobá míra růstu	Diskontní sazba (2. fáze)				
	7,3 %	7,5 %	7,7 %	7,9 %	8,1 %
0%	99	96	95	91	88
0,5%	106	103	101	97	94
1%	114	110	107	103	100
1,5%	124	119	114	111	107
2%	135	130	122	120	116

Zdroj: Fio banka

Cílovou cenu pro akcie Fortuny s 12 měsíčním investičním horizontem stanovujeme ve výši 103 Kč na akcii.

Výslednou cílovou cenu jsme stanovili jako kombinaci cílové ceny stanovené metodou DCF a metodou tržního porovnání, přičemž první jmenované metodě jsme přiřadili váhu 70 % a metodě tržního porovnání 30 %. **Na tomto základě jsme stanovili cílovou cenu pro akcie Fortuny ve výši 103 Kč na akcii. Naše cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu 12 měsíců.** Investiční doporučení stanovujeme vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti (92 Kč) na stupni „akumulovat“. Doporučujeme tedy využívat potenciálních krátkodobých cenových korekcí na titulu k posilování pozic.

SWOT analýza

Následující analýza rekapituluje z našeho pohledu nejvýznamnější příležitosti a hrozby spojené s oceňovanou Společností. Shrnuje rovněž silné a slabé stránky oceňované Společnosti.

Silné stránky

- Silná pozice společnosti na trzích ČR, Polska a Slovenska
- Tradice, silná značka na trzích CEE
- Vedoucí pozice v internetovém sázení v Polsku
- Hustá síť kamenných poboček na trzích působnosti

Slabé stránky

- Číselná loterie není v současné době vůči Sazce konkurenceschopná
- Menší nabídka sázkových příležitostí v porovnání s hráči globálnějších rozměrů (Pinnacle Sports, Bet365)
- Nižší kurzová hladina v porovnání s globálními hráči

Příležitosti

- Růst online segmentu kurzových sázek
- Rozjezd on-line hazardních her
- Uvolnění regulačního rámce na polském trhu
- Rostoucí distribuční kanál chytrých telefonů a tabletů

Hrozby

- Intenzivní konkurence ze strany nelegálních přeshraničních on-line provozovatelů kurzových sázek na trzích Fortuny
- Zpřísnění regulačního rámce na trzích Fortuny
- Prudší pokles marží z hrubých výher

Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosů a celkové ziskovosti Společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota Společnosti nadhodnocená.

Ing. Michal Křikava
Fio banka, a.s.
Analytik
michal.krikava@fio.cz

Dozor nad Fio bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu emise PHILIP MORRIS ČR (obchodovaná na Standard Marketu) a všech emisí obchodovaných na Prime Marketu, kromě TMR a VGP.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukování šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných. Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích (dále jen „emitent“). Žádný emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

Nákup – long: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

Prodej - short: doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 1.7.2015 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 1 doporučení koupit, 2 doporučení akumulovat, 2 doporučení držet a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na www.fio.cz