

Analýzy a doporučení

Fortuna Entertainment Group N.V.

Nové ocenění Fortuna Entertainment Group N.V.

Doporučení: Držet
Cílová cena: 100 Kč

FORTUNA

8.4.2013

Nové ocenění: Fortuna Entertainment Group N.V.

Nové doporučení – držet

Předešlé doporučení – koupit

Nová cílová cena 100,- Kč

Předešlá cílová cena 104,- Kč

Adresa společnosti:
Strawinskylaan 1223
WTC T.A/L 12, 1077XX
Amsterdam
Nizozemsko
www.fortuna-group.eu

Odvětví: provozovatel kurzových
sázek

Uzavírací cena k 15.4.2013 – 98
Kč

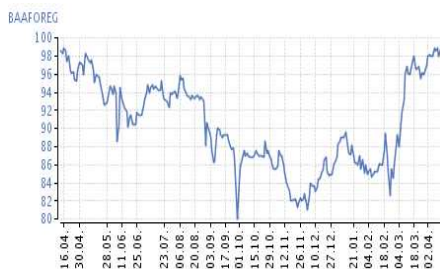
Roční maximum – 11.4.2012

99 Kč

Roční minimum - 27.9.2012

80 Kč

Graf. č. 1: 1-letý vývoj kurzu společnosti



Měníme naše doporučení na akcie společnosti Fortuna Entertainment Group N.V. na držet z původního koupit a snižujeme cílovou cenu s 12 měsíčním časovým horizontem na hodnotu 100,- Kč z předešlých 104,- Kč.

V novém ocenění předpokládáme nižší hodnotu očekávaného čistého zisku společnosti pro roky 2013 a dále díky postupnému poklesu marže z kurzového sázení, vyšším finančním nákladům a vyššímu zdanění. Investiční výdaje oproti minulému ocenění poklesly, stejně jako výše diskontní sazby, což mělo pozitivní vliv na výši vnitřní hodnoty společnosti. Mírný pokles cílové ceny společnosti Fortuna je způsoben zejména poklesem očekávaného zisku společnosti pro roky 2013 a dále. V novém ocenění předpokládáme dynamičtější růst přijatých sázek, který bude tažen zejména internetovým kurzovým sázením.

Výsledky za 4Q 2012

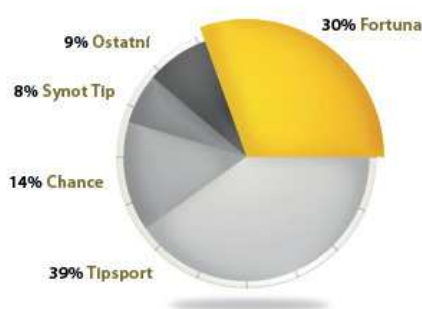
Společnost Fortuna nedávno zveřejnila hospodářské výsledky za 4Q 2012, přičemž odhady analytiků překonala ve všech položkách vyjma čistého zisku, což bylo ovlivněno vyšší daní z příjmu a kurzovými vlivy. Celkové přijaté sázky společnosti se ve 4Q 2012 meziročně zvýšily díky nárůstu kurzových sázek v ČR, Posku a Maltě. V roce 2012 dosáhla výše hrubých výher částky 110,9 mil. EUR, což ve srovnání s rokem 2011 představuje nárůst o 8,9 %. Hrubé výhry ze sportovního sázení dosáhly výše 100,9 mil. EUR, což bylo o 4,3 % více než v předcházejícím roce. Marže hrubého zisku ze sportovního sázení v roce 2012 dosáhla 17,2 %, což znamená pokles o 1,9 % ve srovnání s předcházejícím rokem, způsobený vyšším zdaněním v České republice. Růst sázení po internetu těžil z pokračujícího rozvoje „live sázení“ a živých streamovaných přenosů, jejichž obliba mezi klienty společnosti Fortuna stále narůstá. Přijaté sázky z loterie dosáhly v roce 2012 celkové výše 19,6 milionu EUR, což znamená meziroční nárůst o 98,1 %. Hrubý zisk z loterií dosáhl výše 7,8 milionu EUR, což znamenalo meziroční nárůst o 107,7 %. Marže hrubého zisku v loterii jsou tradičně vysoké a dosáhly 32,7 % (stírací losy), respektive 42,3 % (číselné loterijní hry).

EBITDA a provozní zisk za rok 2012 zaznamenaly meziroční nárůst, ovšem čistý zisk byl meziročně nižší, což bylo způsobeno vyšší daní z příjmu, která dosáhla 3,8 mil. EUR, což je meziroční nárůst o 49,5 %. Dále byla hodnota čistého zisku ovlivněna vyššími finančními náklady a negativním dopadem změn měnového kurzu. Celková dlouhodobá a krátkodobá zadluženost společnosti dosahovala ke konci prosince 2012 výše 25,6 mil. EUR, což je o 10 % méně než na konci roku 2011.

Kurzové sázení v ČR

Tržní podíl společnosti Fortuna je v kurzovém sázení v ČR druhý největší za Tipsportem a odvětví vykazuje oligopolní strukturu, což je patrné z grafu č. 2.

Graf č. 2: Podíl Fortuny na trhu kurzových sázek v ČR



Zdroj: Fortuna

Na českém trhu je Fortuna Entertainment Group jednou z největších a nejstarších sázkových kanceláří. Své produkty nabízí také prostřednictvím poboček a partnerských poboček (tzv. Fortunky) na bázi franšizy, kdy je sázkový terminál Fortuny umístěn v barech a restauracích. Pro oceňovanou společnost je kurzové sázení v ČR nejdůležitějším trhem z hlediska objemu sázek či výnosů.

Sportovní sázení v České republice bylo v roce 2012 zdrojem 52 % všech přijatých sázek. Sázení po internetu se stává stále oblíbenějším, přičemž hrubé výhry ze sázení po internetu meziročně vzrostly o 24,6 % na částku 20,9 milionu EUR. Naproti tomu výše hrubých výher ze sázení na pobočkách v České republice meziročně klesla o 15,3 % na částku 23,6 milionu EUR. Sázení po internetu se v ČR, ale i na ostatních trzích stává nejdůležitějším distribučním kanálem, což ovšem bude mít v budoucnosti za následek tvrdší konkurenci. Ruku v ruce s rostoucí konkurencí ze strany internetových kurzových společností budou dle našeho odhadu klesat marže ze sázení.

Tabulka 1: Odhad výnosů z kurzových sázek v ČR

v mil. EUR	2012	2013E	2014E	2015E
Objem sázek	243,0	264,9	280,8	294,8
Vyplacené sázky	-198,5	-219,1	-233,9	-247,0
Hrubé výnosy ze sázení	44,5	45,8	46,9	47,8
- on-line sázení	20,9	23,8	27,4	30,7
- sázení v kamenných obchodech	23,6	22,0	19,5	17,1
Daň ze sázek	-8,8	-9,2	-9,5	-9,7
Výnosy	44,6	44,6	47,7	48,6

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Přestože očekáváme v roce 2013 růst přijatých sázek o 9 %, výnosy zůstanou stabilní právě kvůli poklesu marže. V roce 2014 a 2015 odhadujeme růst přijatých sázek a mírný pokles marže ze sázení, což povede k růstu výnosů společnosti.

Loterijní trh ČR

Loterijní trh v ČR je ovládán dominantním postavením společnosti SAZKA, která se po úspěšné restrukturalizaci dostala opět na výsluní.

Fortuna

Fortuna přišla s novou hrou SUPERLOTO, kde se tipuje 6 čísel ze 49 a 1 barvu ze 4 (žlutá, zelená, modrá, červená). Uzavřením sázky už za 12 Kč se lze zúčastnit dvou tahů v příslušném slosování a zároveň se hraje o atraktivní BONUS. V rámci každého slosování se uskuteční vždy 2 tahy. V každém tahu se losuje 6 výherních čísel a 1 barvu. Kromě číselné loterie se Fortuna zaměřuje na prodej stíracích losů, které hodlá prodávat i přes internet.

Zdroj: <http://www.loteriefortuna.cz/>

SAZKA sázková kancelář, a.s.,

SAZKA sázková kancelář, a.s., provozuje největší loterní společnost v České republice s vyšším než 90 % tržním podílem. Hlavními produkty společnosti jsou číselné loterie s nejznámější hrou SPORTKA. Kromě číselných loterií jsou v produktové nabídce stírací losy, sportovní kurzové sázky a rychloobrátkové hry. Loterijní společnost Sazka se dle deníku E15 hodlá připojit k některé z evropských nadnárodních loterií s vysokými jackpoty. V únoru se jackpot Sportky poprvé v historii dostal na 300 milionů korun. Na druhé straně rekordní jackpot v evropské loterii EuroMillions padl loni v srpnu a činil v přepočtu asi 4,8 miliardy korun. Sazka zřejmě pro vstup do mezinárodní loterie vytvoří novou číselnou hru. Pokud by se SAZKA připojila k evropské loterii, mělo by to negativní dopad na hospodaření číselné loterie Fortuny.

Zdroj: <http://www.sazka.cz/>

Tipsport

Výhry v Tipšestce se odvíjejí od výše vkladů. Mezi jednotlivá pořadí se rozdělí 55 % přijatých vkladů podle určené procentuelní kvóty. Celkem můžete vyhrát ve čtyřech pořadích, tedy při uhodnutí tří, čtyř, pěti a všech šesti výherních čísel a navíc při splnění daných podmínek získat k výhře v 1. pořadí i bonus. Tipuje se 6 čísel z 36. Pokud vsadíte alespoň 6 sázek („sloupců“), hrajete o bonus – v tom případě zvolte také jedno dodatkové číslo ze šesti. Pro Tipšestku platí, že pravděpodobnost výhry v jednotlivých pořadích je vyšší, než je obvyklé! Vklad na jednu sázku („sloupec“) je 15 Kč, nepřipočítávají se žádné další poplatky. Můžete uzavřít libovolný počet sázek. Vsadit lze také metodou náhodného tipu, kterou je možné na tiketu kombinovat s výběrem vlastních čísel. Sázky v Tipšestce je možné uzavřít až na 15 následujících sázkových obdobích (losování). Tipšestku lze vsadit na 1300 místech v ČR. Tipsport nabízí vyšší pravděpodobnost výhry než SAZKA, ovšem za cenu nižší výhry v absolutní výši.

Zdroj: <http://www.tipsestka.cz/>

Fortuna Loterie

Podíl loterijního segmentu Fortuny v České republice na celkové výši přijatých sázek dosáhl ke konci roku 2012 úrovně 4,1 %. Výše přijatých sázek v loterii v roce 2012 dosáhla hodnoty 19,6 milionu EUR, o 98,1 % více než v roce 2011. Hrubé výhry z loterie v České republice dosáhly v roce 2012 výše 10 milionů EUR, což představuje meziroční nárůst o 95,4 %.

Tabulka 2: Hospodaření loterie a následný odhad

v mil. EUR	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Přijaté sázky/Amounts staked	9,9	19,60	26,55	30,53	33,58	36,27	37,36
Vyplacené výhry	-4,8	-9,54	-13,01	-15,26	-16,79	-18,13	-18,68
Hrubé výhry/Gross win	5,1	10,00	13,54	15,26	16,79	18,13	18,68
Hrubé výhry ze stíracích losů	1,6	2,90	5,36	5,91	6,90	8,33	8,71
Hrubé výhry z loterie	3,5	7,10	8,18	9,35	9,89	9,80	9,97
Výnosy	5,1	10,00	13,70	15,26	16,79	18,13	18,68
EBITDA	-6,70	-3,80	0,10	0,70	1,91	2,95	3,30

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Z tabulky č. 2 je patrný strmý nárůst přijatých sázek v roce 2012, přičemž v následujících letech do roku 2015 odhadujeme dvouciferný růst a od roku 2016 předpokládáme jednociferný růst. Podíl hrubých výher k přijatým sázkám činil v roce 2012 51 %, přičemž pro rok 2013 očekáváme stabilní podíl a v následujících letech odhadujeme mírný pokles na 50 %.

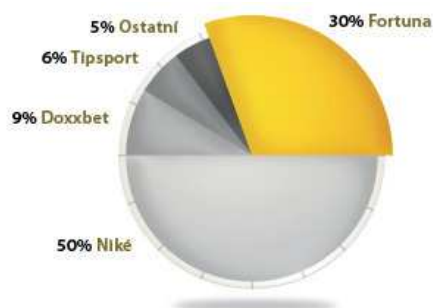
Projekt loterie společnosti Fortuna je v současné době předmětem revize. Dle managementu společnosti Fortuna se český loterijní trh zcela nevzpamatoval od pádu dřívějšího držitele monopolního postavení, loterijní společnosti Sazka, v roce 2011. Po svém oživení a návratu na trh investuje Sazka značné částky do držení tržního podílu.

Loterie společnosti Fortuna se především díky důsledné kontrole nákladů (jak v oblasti fixních nákladů, tak v oblasti distribuce) dostala v prosinci 2012 prvně do zisku, a tak předpokládáme, že společnost splní původně plánovaný cíl dosáhnout ziskovosti projektu v první polovině roku 2013. V současné době vedení Fortuny společně s většinovým vlastníkem posuzují různé varianty dalšího vývoje loterijního projektu, včetně možnosti vstupu dalšího partnera. I přes obtíže v oblasti loterijních her vykazují stírací losy vysokou úspěšnost, s odhadovaným tržním podílem ve výši 40 %. Fortuna očekává, že partnerství se společností GECO a s Českou poštou přispějí do budoucna k nárůstu objemu prodeje. Dříve oznámený prodej 10 % podílu v loterii společnosti Fortuna společnosti E-invest bude dokončen do června 2013. Předpokládáme, že Fortuna splní svůj plánovaný cíl dosáhnout ziskovosti projektu loterie v první polovině roku 2013, přičemž i pro následující roky očekáváme růst výnosů i EBITDA, který sice bude dynamický, ovšem z nízké základny.

Kurzové sázení na slovenském trhu

Slovenský trh byl prvním, na kterém Fortuna Entertainment Group v roce 2007 spustila internetové sázení. Dceřiná společnost skupiny - FORTUNA SK - zde disponuje sítí, která čítá téměř 400 poboček, z toho je více než 100 Fortunek. Fortunka je koncept na bázi franšízy, kdy je sázkový terminál společnosti umístěn v barech a restauracích. Generálním ředitelem FORTUNA SK se v roce 2011 stal Milan Aľakša. Na slovenském trhu jsme pro rok 2013 přistoupili ke snížení celkových přijatých sázek a poklesu marže ze sázení, což se projevilo i v propadu výnosů v roce 2012 a dalších letech. Oceňovaná společnost je na slovenském trhu v roli dvojky s tržním podílem ve výši 30 %.

Graf č. 3: Rozdělení trhu sportovního sázení na Slovensku



Zdroj: Fortuna

V roce 2012 byl zaznamenán jen nepatrný růst celkových přijatých sázek, přičemž marže ze sázení poklesla, což mělo za následek meziroční pokles hrubých výher a propad výnosů. Přestože pro roky 2013 a dále očekáváme mírný růst celkových přijatých sázek, tak pokračující pokles marže ze sázení díky konkurenčním tlakům způsobí pokles výnosů. Dále očekáváme, že hrubé výnosy z on-line sázení porostou na úkor sázení v kamenných obchodech, jejichž význam bude s postupem času klesat.

Tabulka 3: Odhad výnosů z kurzových sázek na Slovensku

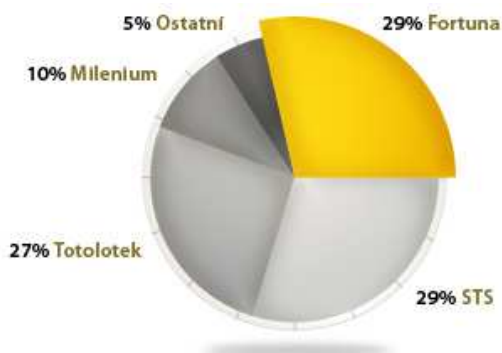
v tis. EUR	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Celkové přijaté sázky	131,3	131,5	132,8	135,5	138,2
Vyplacené sázky	-98,9	-100,1	-101,4	-104,3	-107,1
Hrubé výnosy ze sázení	32,4	31,4	31,4	31,2	31,1
- on-line sázení	12,5	13,2	14,9	16,0	17,1
- sázení v kamenných obchodech	19,9	18,2	16,5	15,2	14,0
Daň ze sázek	-6,5	-6,8	-8,0	-8,1	-8,3
Ostatní výnosy	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Výnosy	26,2	24,9	23,7	23,3	23,1

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Kurzové sázení na polském trhu

Polská Fortuna je jedničkou na trhu. Fortuně se podařilo spustit na začátku minulého roku online sázení v Polsku a Fortuna je zřejmě jedničkou na trhu online sázení. Na polském trhu je vsazená částka pro kurzové sázení snížena o 12 %, které jsou odváděny státu jako dodatečné zdanění (kromě daně z příjmů), díky této legislativě se i případná výhra počítá pouze z této ponížené sázky, což má za následek menší objem vsazených částek.

Graf č. 4: Rozdělení trhu sportovního sázení v Polsku



Zdroj: Fortuna

Polský trh se v roce 2012 na celkovém objemu přijatých sázek podílel ze 14,7 %. Celková výše přijatých sázek v roce 2012 dosáhla v Polsku částky 68,9 milionu EUR, což oproti roku 2011 představuje vynikající nárůst o 39,5 %. Objem přijatých sázek se v Polsku v roce 2012 zvýšil v důsledku zavedení on-line sázení a díky akvizici sítě 80 sázkových kanceláří, které patřily společnosti Tipsport. Hrubé výhry ze sázek se v Polsku v roce 2012 meziročně zvýšily o 27,8 % na 24,8 milionu EUR. K tomuto výsledku přispělo nově zavedené on-line sázení částkou 3,5 milionu EUR. Sázky přijaté na pobočkách dosáhly částky 21,3 milionu, což znamená meziroční nárůst o 9,7 %. V roce 2012 dosáhly v Polsku výnosy výše 16,6 milionu EUR, o 22,7 % více než v předcházejícím roce. Hrubý zisk ze sázení v Polsku dosáhl částky 16,6 milionu EUR, o 22,7 % více než v roce 2011. Marže ze sázení v roce 2012 meziročně poklesla, přičemž i následujících letech 2013 a dále počítáme s poklesem marže, neboť on-line sázení bude nahrazovat sázení v kamenných obchodech a jak již bylo v předešlých oceněních uvedeno, on-line sázení a zejména live sázení (sázení během zápasu) disponuje nižší marží. Přestože odhadujeme pokles marže ze sázení dynamický růst on-line sázení přispěje k růstu výnosů.

Tabulka 4: Odhad výnosů z kurzových sázek v Polsku

v tis. EUR	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Objem sázek	49,4	68,9	79,9	91,9	101,1
Vyplacené sázky	-29,9	-44,2	-53,2	-62,5	-70,8
Hrubé výnosy ze sázení	19,4	24,8	26,7	29,4	30,3
- on-line sázení	0,0	3,5	7,5	10,5	13,1
- sázení v kamenných obchodech	19,4	21,3	19,2	19,0	17,3
Daň ze sázek	-5,9	-8,3	-9,6	-11,0	-12,1
Ostatní výnosy	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
Výnosy	13,5	16,6	17,3	18,6	18,4

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Dividendová politika

Dle slov managementu by řádná výše dividendy ze zisku roku 2012 měla dosáhnout 12,3 mil. EUR, což činí 0,237 EUR na akcii a dále společnost uvažuje rozdělit mimořádnou dividendu, která může být vyplacena buď ze zadrženého konsolidovaného či holdingového zisku. Pokud by byla mimořádná a řádná dividendy vyplacena ze zadrženého konsolidovaného zisku mohly by dividendy dosáhnout až 17,5 mil. EUR, což je 0,34 EUR na akcii, anebo v případě výplaty zadrženého holdingového zisku by mohla řádná a mimořádná dividendy dohromady dosáhnout 25 mil. EUR, což je 0,48 EUR. Zatím není jasné z jakého zisku může být dividendy vyplácena.

Tabulka 5: Dividendová politika a její odhad

	2010	2011	2012	2013E
Objem vyplacených dividend v mil. EUR	15,60	11,99	12,3	12,3
Dividenda na akcii v EUR	0,30	0,23	0,237	0,237
Dividendový výplatní poměr v %	90	90	100	96

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

V roce 2013 očekáváme stejný objem vyplacených dividend jako v roce 2012, čímž by dividendy na akcii zůstala stabilní.

Původní odhady výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu jsou zobrazeny v tabulce č. 6, přičemž původní

Tabulka 6: Původní odhady výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu

v mil. EUR	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Přijaté sázky/Amounts staked	409,3	448,0	467,6	486,4	504,5	521,2
Vyplacené výhry	-307,5	-337,5	-346,7	-362,3	-377,1	-391,3
Hrubé výhry/Gross win	101,8	112,7	120,9	124,2	127,4	130,0
Hrubé výhry ze sportovního sázení	96,7	103,0	109,0	110,5	112,4	113,7
Hrubé výhry ze sportovního sázení on-line		34,9	37,7	41,1	44,5	47,6
Hrubé výhry ze sportovního sázení pobočky		68,2	69,5	68,1	67,2	66,3
Hrubé výhry z loterie	5,1	9,8	11,9	13,7	15,0	16,2
Hrubé výhry z loterie stírací losy		2,6	4,2	4,8	5,3	5,7
Hrubé výhry z loterie číselné hry		7,3	9,2	10,5	11,6	12,5
Výnosy	89,8	98,8	106,5	109,2	111,8	113,9
Daně a odvody státu	-9,4	-11,3	-12,2	-12,6	-13,1	-13,5
Osobní náklady	-26,9	-27,7	-28,5	-29,4	-30,3	-30,6
Ostatní provozní výnosy a náklady	-33,6	-39,8	-41,0	-41,8	-42,6	-43,5
EBITDA	20,0	20,0	24,8	25,4	25,8	26,3
Odpisy	-3,1	-3,6	-4,0	-4,4	-4,6	-4,7
Provozní zisk	16,8	16,4	20,8	20,9	21,3	21,6
Finanční náklady (netto)	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Zisk před zdaněním	15,9	15,4	19,8	20,0	20,3	20,6
Daň z příjmu	-2,6	-2,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9
Čistý zisk	13,3	12,5	16,0	16,1	16,4	16,7

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

odhad přijatých sázek pro rok 2012 byl nižší než skutečnost, což je patrné v tabulce č. 7. Ovšem hrubé výhry dosáhly v roce 2012 nižší hodnoty, než se očekávalo, což bylo způsobené poklesem marže ze sázení na všech trzích. Navíc v Polsku, ČR a na Slovensku se zvýšil objem přijatých sázek z internetového sázení, což mělo také vliv na pokles marže ze sázení, neboť live sázky disponují nižší marží. Jelikož původní odhady ostatních provozních nákladů byly nadhodnocené, vykázaná EBITDA v roce 2012 byla vyšší než odhady. Čistý zisk byl oproti původním odhadům nižší díky vyšší dani z příjmu a vyšším finančním nákladům. Pro roky 2013 a dále odhadujeme rychlejší růst přijatých sázek, ovšem díky postupnému poklesu marží očekáváme oproti původním odhadům nižší hrubé výhry. Výnosy i EBITDA jsou v novém ocenění níže stejně jako provozní zisk. Také z důvodu vyšších finančních nákladů a vyšší daně z příjmu očekáváme oproti původním odhadům nižší čistý zisk od roku 2013 dále.

Tabulka 7: Nové odhady výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu

v mil. EUR	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
Přijaté sázky/Amounts staked	409,3	467,9	509,4	544,5	574,0	602,7
Vyplacené výhry	-307,5	-356,0	-391,0	-420,7	-446,8	-472,7
Hrubé výhry/Gross win	101,8	110,9	118,5	123,8	127,1	129,9
<i>Hrubé výhry ze sportovního sázení</i>	96,7	100,8	105,0	108,6	110,3	111,8
<i>Hrubé výhry ze sportovního sázení on-line</i>		37,7	47,3	54,9	61,9	68,2
<i>Hrubé výhry ze sportovního sázení pobočky</i>		63,1	57,7	53,7	48,4	43,6
<i>Hrubé výhry z loterie</i>	5,1	10,0	13,5	15,3	16,8	18,1
<i>Hrubé výhry z loterie stírací losy</i>		2,9	5,4	5,9	6,9	8,3
<i>Hrubé výhry z loterie číselné hry</i>		7,1	8,2	9,4	9,9	9,8
Výnosy	89,8	96,2	100,2	105,8	107,9	109,6
Daně a odvody státu	-9,4	-10,6	-12,0	-12,6	-13,1	-13,4
Osobní náklady	-26,9	-26,8	-26,8	-27,6	-28,5	-28,7
Ostatní provozní výnosy a náklady	-33,6	-36,4	-38,9	-39,7	-40,5	-41,3
EBITDA	20,0	22,1	22,5	25,8	25,8	26,1
Odpisy	-3,1	-3,7	-4,0	-4,4	-4,6	-4,7
Provozní zisk	16,8	18,4	18,4	21,4	21,2	21,5
Finanční náklady (netto)	-0,9	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Zisk před zdaněním	15,9	16,1	16,1	19,1	18,9	19,2
Daň z příjmu	-2,6	-3,8	-3,2	-3,8	-3,8	-3,8
Čistý zisk	13,3	12,3	12,9	15,2	15,0	15,2

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Oceňovací modely a jeho předpoklady

Dividendový diskontní model

Diskontní sazba byla oproti minulému ocenění snížena ze 7,6 % na 7,5 %.

Tabulka č. 8: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Desetiletý český státní dluhopis*	1,859
Beta**	0,705
Tržní úroková míra***	10
Diskontní sazba	7,5

*Bezriziková úroková sazba je počítána z výnosu indexu desetiletých českých státních dluhopisů

**Beta je počítána z týdenních dat regresní metodou

*** Pro zmíněnou předpověď rizika trhu PX byl použit model dynamicko stochastické simulace dle Broydena, který zahrnuje 3 rovnice, které jsou tvořeny endogenními a exogenními proměnnými, přičemž pro exogenní proměnné jsou použity odhady analytiků z agentury Bloomberg

Zdroj: Fio banka, a.s., Bloomberg

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.8. Diskontní sazba byla stanovena na úrovni 7,5 %, což je vůči minulému ocenění mírný pokles. Pro ocenění akcií společnosti Fortuna bylo použito vícefázového modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE), přičemž naše cena za akcii je stanovena s časovým horizontem 12 měsíců ve výši 3,9 EUR (100 Kč), z toho důvodu doporučujeme danou akcii držet, neboť je v současné době s tržní cenou ve výši 98 Kč tržně oceněna. V tabulce č. 9 je zobrazen výpočet volného peněžního toku pro akcionáře. Investiční výdaje by měly v roce 2014 poklesnout, neboť v roce 2013 se očekávají investice do mobilních a tabletových platform. Pokračující růst společnosti byl ponechán na 2,6 %.

Tabulka č. 9: Výpočet Free cash flow to equity (FCFE)

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v tisících EUR	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Upravený čistý provozní zisk	12 888	15 228	15 021	15 180	14 181	14 103
Investiční výdaje	4 300	4 085	4 208	4 334	4 464	4 598
Pohledávky	2 914	3 077	3 137	3 188	3 182	3 210
Krátkodobý finanční majetek	27 300	28 938	30 385	31 904	34 137	36 527
Neúročené běžné závazky	18 210	19 186	19 547	19 853	19 812	19 979
Pracovní kapitál	12 005	12 829	13 976	15 240	17 507	19 757
Změna pracovního kapitálu	722	824	1 147	1 264	2 267	2 251
Odpisy	-4034	-4437	-4562	-4689	-4821	-4989
Splátky dluhů	-5745	-7013	-15555	-6229	-5606	-5544
Nové emise dluhových instrumentů či nové úvěry				5 700	5 700	5 700
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	6 155	7 743	-1326	13743	12365	12400
Pokračující hodnota společnosti						248 086
Diskontovaný FCFE	4 624	6 688	-1065	10253	8574	172018
Součet Diskontovaného FCFE	201 092					
Diskontované FCFE na akcii v EUR	3,9					
Diskontované FCFE na akcii v Kč	100,1					

Zdroj: Fio banka, a.s.,

V tabulce č. 10 je uvedena citlivostní analýza vypočtené vnitřní hodnoty akcie Fortuny vůči výši diskontní sazby a dlouhodobému růstu společnosti (FCFE růst).

Tabulka č. 10: Citlivostní analýza

FCFE růst	Diskontní sazba				
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
1,6%	104,6	94,4	85,8	78,6	72,4
2,1%	114,6	102,3	92,3	83,9	76,9
2,6%	127,1	112,1	100,1	90,3	82,1
3,1%	143,1	124,2	109,6	97,9	88,3
3,6%	164,5	139,9	121,5	107,2	95,8

Zdroj: Fio banka, a.s.

SWOT ANALÝZA	Pokud srovnáme tržní cenu akcie oceňované společnosti ze dne 5.4.2013 ve výši 97,8 Kč s její vnitřní hodnotou (cílová cena) ve výši 100,- Kč, zjistíme, že akcie oceňované společnosti jsou momentálně správně oceněné, z toho důvodu je doporučujeme držet a pro případné nákupy je možné vyčkat na pokles ceny akcie.
SILNÉ STRÁNKY	• Druhý největší tržní podíl v kurzových sázkách v ČR a v SR a první nejvyšší v Polsku • Vedoucí pozice v internetovém sázení v Polsku
SLABÉ STRÁNKY	• Číselná loterie není v současné době vůči Sazce konkurenceschopná
PŘÍLEŽITOSTI	• Spolupráce s nadnárodní loterijní společností • Vyšší podíl tržeb z on-line kurzových sázek • Rozjezd číselné loterie v dalších zemích (úspory z rozsahu) • Rozjezd on-line pokeru a on-line kasin
HROZBY	• Intenzivní konkurence ze strany nízkonákladových on-line provozovatelů kurzových sázek na všech trzích • Rychlejší než očekávaná migrace zákazníků k on-line sázení v neprospěch kamenných obchodů • Spolupráce Sazky s nadnárodní loterijní společností 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. Robin Koklar, MBA
Fio banka, a.s.
Analytik
robin.koklar.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 nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované 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 12.4.2013 má Fio banka, a.s. 9 platných investičních doporučení. Z celkového počtu je 6 doporučení držet, 3 doporučení akumulovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o povtové prezentaci investičních doporučení §7.

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