

Fortuna

Doporučení: KOUPIT
Cílová cena: 88 Kč

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Souhrn doporučení

Nové doporučení:	KOUPIT
Předchozí doporučení:	Akumulovat
Cílová cena (12 M):	88 Kč
Minulá cílová cena (5.6.2015)	103 Kč
Datum vydání:	5. 10. 2015

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Fortuna	(20,7)	(28,9)	(44,7)
Index PX	(0,7)	(1,5)	(0,6)
STOXX EUR. 600	(9,5)	(10,1)	3,3

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Základní informace

Odvětví:	Herní průmysl
Ticker:	BAAFOREG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	52 000 000 ks.
Free float:	33 %
Tržní kapitalizace:	3,62 mld. Kč
Dividenda (12 m)	0 Kč
Uzavírací cena k 2. 10. 2015	68 Kč
Roční maximum:	131,70
Roční minimum:	56,40

Graf. č. 1: Vývoj kurzu akcií Fortuny za 12 M



V předkládané analýze akciového titulu společnosti Fortuna Entertainment Group (dále jen „FEG“ nebo „Společnost“) aktualizujeme náš pohled na akcie Společnosti. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke snížení naší cílové ceny pro akcie FEG ze 103 Kč na 88 Kč, přičemž investiční doporučení vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu (68 Kč) zvyšujeme ze stupně „akumulovat“ na „koupit“.

Po zveřejnění pololetních výsledků, které zaostaly za naším očekáváním, jsme upravili naše odhady pro druhé pololetí letošního roku i následující léta projekce hospodaření (2015 – 2019). Hlavním faktorem negativního překvapení byl pokles marže hrubých výher v důsledku nepříznivých výsledků sportovních událostí a dopadů ze zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení na Slovensku. Slabší vývoj marží jsme zahrnuli také do projekce hospodaření FEG v příštích letech.

Akcie FEG se v současné době obchodují při 7,7násobku EV/EBITDA 2015 a 13násobku P/E 2015 s výrazným diskontem vůči středním hodnotám peer group. Tento diskont činí v porovnání se středními hodnotami peer group na základě EV/EBITDA 2015e 26 % a na základě P/E 2015e 33 %. Navzdory výraznému meziročnímu propadu ziskovosti FEG shledáváme propad akcií Společnosti v posledním půlroce za neadekvátní a akcie vnímáme při současných tržních cenách jako investičně atraktivní. Výslednou cílovou cenu s investičním horizontem 12 měsíců jsme stanovili jako vážený průměr ocenění metodou tržního srovnání (92 Kč/akcii) a diskontovaných peněžních toků (87 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 88 Kč na akcii. Tato hodnota převyšuje aktuální tržní kurz akcií Fortuny o cca 30 %.

Tabilka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění FEG

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2014	2015e	2016e	2017e
Výnosy	96,9	93,9	96,9	101,9
EBITDA	27,8	19,7	19,4	22,0
Zisk na akcii (EPS)	0,3 EUR	0,19 EUR	0,18 EUR	0,21 EUR
Dividenda (DPS)	0,0 EUR	0,05 EUR	0,05 EUR	0,08 EUR
Ocenění akcií	2014	2015e	2016e	2017e
EV/EBITDA	10,0	7,7	7,8	6,9
P/E	14,0	13,1	14,1	11,7
Free Cash Flow (%)	15,0 %	0,0 %	4,8 %	9,1 %
Dividendový výnos	0,0 %	2,4 %	2,4 %	3,2 %
Profitabilita	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA marže	28,9 %	20,9 %	20,0 %	21,7 %
Zisková marže	15,9 %	10,5 %	9,5 %	10,9 %

Zdroj: Fortuna, Fio banka

Investiční teze

Akcie FEG od svých březnových hodnot oslabily téměř o 50 %. Navzdory skutečnosti, že výsledky FEG za první pololetí byly slabší v porovnání s naším očekáváním, zastáváme názor, že při současných tržních cenách jsou akcie FEG atraktivní ve vztahu k dlouhodobému ziskovému potenciálu Společnosti.

Domníváme se, že aktuální ocenění Společnosti při 13x P/E 15 a 7,8x EV/EBITDA 2015 neodráží růstové vyhlídky FEG na současných trzích působnosti. Akcie FEG se na současných úrovních obchodují s výrazným diskontem vůči středním hodnotám peer group. Diskont vůči mediánovým hodnotám peer group činí na základě EV/EBITDA 2015e 26 % a na základě P/E 2015e 33 %. Valuační diferenciál mezi FEG a sázkovými operátory s převahou internetových kurzových sázek působících na regulovaných trzích (jako je tomu v případě FEG) je ještě výraznější.

Fundamenty společnosti se zhoršily v návaznosti na zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení na Slovensku a očekávané vyšší zdanění v České republice od roku 2016. Pokles ceny akcií byl však z našeho pohledu neadekvátní. Domníváme se, že trh problémy FEG zveličuje a investoři promítlí do ceny akcií FEG všechny negativní zprávy. Ta obsahuje velmi málo prostoru pro pozitivní očekávání a každá potenciálně pozitivní zpráva představuje pro akcie výrazný impuls. Dokladem toho je pro nás skutečnost, že akcie FEG reagovala na zářijovou informaci o nižším zdanění v roce 2016 posílením o 10 %, přičemž materiální dopad do hospodaření FEG nepředstavuje v porovnání s původním návrhem ani 1 Kč na akcii.

FEG považujeme za finančně silnou společnost. Navzdory výraznému propadu provozního i čistého zisku v první polovině letošního roku dokázala FEG generovat relativně slušný zisk z prostředků, který ji svěřili akcionáři. **Anualizovaná rentabilita vlastního kapitálu dosáhla za 1H 2015 v rámci peer group spíše nadprůměrných 28 %.** Očekávanou pozici čistého dluhu/EBITDA na konci roku 2015 na úrovni 1,2 vnímáme jako komfortní. Fortuna historicky generovala vysoké volné cash flow. Po přechodně investičně náročném období (2015 – 2016) předpokládáme v případě investic do dlouhodobých provozních aktiv návrat k úrovním běžným v rámci odvětví při poměru CAPEX/výnosy 5 - 6 %. Předpokládáme, že od roku 2017 bude Společnost opět generovat volnou hotovost při výnosech (FCF) nad úroveň 10 %.

U FEG oceňujeme její silnou konkurenční pozici podpořenou silnou a důvěryhodnou značkou. Společnost patří na všech třech trzích působnosti mezi dva největší hráče s tržním podílem přesahujícím 30 %. V průběhu posledních tří let dokázala na všech třech trzích vlastní podíl na trhu mírně navyšovat.

V rámci naší projekce očekáváme, že od roku 2017 bude FEG na pozadí rostoucího obrátu vykazovat navzdory klesajícím maržím stabilní dlouhodobý růst provozního i čistého zisku. Hlavní drivery očekávaného růstu výnosů spatřujeme v akvizici aktivních zákazníků zejména na Slovensku a v Polsku, připravovaném rozšíření produktového portfolia o online hazardní hry a vyšší frekvenci sázek stávajících uživatelů v návaznosti na rostoucí oblibu live sázek.

Pro krátkodobý investiční horizont nevidíme žádné výrazné katalyzátory po růst akcií. V terminologii podnikatelské činnosti Společnosti vnímáme akcie FEG jako dlouhodobou sázku, jejíž kurz má „value“.

Akcie FEG se na současných úrovních obchodují s výrazným diskontem vůči průměrným hodnotám srovnávací skupiny

Pokles ceny akcií v reakci na zhoršení fundamentu FEG je dle našeho názoru přehnaný

Navzdory výraznému propadu ziskovosti v prvním pololetí dosahuje FEG slušné rentability vlastního kapitálu

Hlavní generátory rostoucího obrátu FEG vidíme v pokračující akvizici nových klientů a vyšší frekvenci sázek

Výsledky hospodaření FEG za 1H 2015

FEG se prezentovala za první pololetí letošního roku v porovnání s naším očekáváním slabšími výsledky. Navzdory silné dynamice přijatých sázek (y/y +24 %) zaznamenala skupina vzhledem ke slabým maržím z hrubých výher (16,3 %) a rostoucím provozním nákladům (y/y +10 %) meziroční pokles provozní ziskovosti o téměř 40 %. EBITDA marže tak dosáhla za 1H 2015 v rámci odvětví průměrné úrovně 19,5 %.

- ✓ **První pololetí fiskálního roku 2015 bylo z pohledu dynamiky přijatých sázek (y/y +24 %) nejsilnějším prvním pololetím FEG v její burzovní historii.** Největší procentuální nárůst přijatých sázek zaznamenala Fortuna na Slovensku v reakci na zrušení manipulačního poplatku u online sázení. Růst přijatých sázek rovněž podpořilo hokejové Mistrovství světa v České republice, které bylo nejsázenějším hokejovým turnajem v historii českých sázkových kanceláří. Tradičním driverem přijatých sázek pak byly live sázky podpořené dynamicky rostoucím distribučním kanálem mobilního sázení.
- ✓ **Negativem pololetních výsledků FEG byla nízká hodnota marže hrubých výher u kurzových sázek (15,7 %) v důsledku nepříznivých výsledků sportovních událostí i zrušení manipulačního poplatku na Slovensku, který vedl k rychlejší migraci slovenských sázkařů z kamenných poboček na internet.** Meziroční pokles výnosů FEG o 5 % byl vedle nižších hrubých výher ovlivněn rovněž vyšším odvodem loterijních daní zejména na Slovensku (6% z přijatých sázek). Podíl výnosů na celkových přijatých sázkách FEG za 1H 2015 dosáhl historicky nejnižší úrovně 11 %.
- ✓ **Nížejší úroveň marže hrubých výher se promítla na hlubším propadu ziskovosti FEG v porovnání s naším očekáváním.** Provozní zisk na úrovni EBITDA oslabil meziročně téměř o 40 % k úrovni 9 mil. EUR při vykázané EBITDA marži 19,5 %. Čistý zisk v prvním pololetí pak meziročně klesl o výrazných 47 %. Vedle nepříznivých výsledků sportovních událostí, dopadům ze zrušení manipulačního poplatku pro online sázky na Slovensku se na výrazném meziročním propadu EBITDA podílel nárůst provozních nákladů (y/y +10 %) zejména z titulu marketingových výdajů (y/y +24 %), nákladů na obsah (y/y +28 %) a výdajů na IT (y/y +27%).

Tabulka č. 2 Hospodaření Fortuny za 1H 2015

Tis. EUR	H1 2015	H1 2014	% změna	FY 2014	FY 2013	% změna
Přijaté sázky	411 902	333 206	23,6 %	672 429	567 231	18,55 %
- Sportovní sázení	402 749	325 329	23,8 %	655 713	551 169	18,97 %
- Loterie	9 153	7 877	16,2 %	16 716	16 062	4,07 %
Hrubé výhry	67 135	65 857	1,9 %	132 606	116 474	13,85 %
- Sportovní sázení	63 167	62 182	1,6 %	125 058	108 837	14,90 %
- Loterie	3 968	3 675	8 %	7 548	7 637	-1,17 %
Výnosy	46 058	48 536	(5,1 %)	109 617	97 053	12,95 %
- Sportovní sázení	42 846	45 584	(6 %)	102 064	89 377	14,19 %
- Loterie	3 212	2 952	8,8 %	7 553	7 676	-1,60 %
EBITDA	8 991	14 754	(39,1 %)	28 390	26 676	6,43 %
- Sportovní sázení	8 516	14 706	(42,1 %)	28 033	27 319	2,61 %
- Loterie	475	48	889,6 %	357	(643)	n.a. %
Čistý zisk	4 782	8 998	(46,9 %)	15 928	15 573	2,3 %

Zdroj: Fortuna

- ✓ **Klíčovým trhem pro FEG zůstává Česká republika, která se podílí na celkových přijatých sázkách skupiny z 58 %.** Slovenský trh reprezentuje cca 29 % celkových přijatých sázek FEG a v uplynulém pololetí vykázal nejrychlejší tempo růstu. Polský trh se podílel na celkových přijatých sázkách FEG v první polovině letošního roku z 13 %. **Management FEG navzdory slabšímu prvnímu pololetí potvrdil celoroční výhled hospodaření holdingu při meziročním růstu přijatých sázek 790 mil. EUR (y/y +17,5 %) a meziročním propadu očištěného provozního zisku EBITDA o 25 – 30 % (19,5 mil. EUR – 20,9 mil. EUR).** Příznivým trendem pro FEG zůstává rostoucí klientská báze, která na konci prvního pololetí 2015 čítala 649 000 registrovaných uživatelů (y/y +17 %). Investice do dlouhodobých provozních aktiv (CAPEX) by se v letošním roce měly pohybovat dle informací managementu v rámci konferenčního hovoru v intervalu 12 až 16 mil. EUR.

Novela loterijního zákona

Vyhláška MFČR, která by s účinností od roku 2016 měla upravovat zdanění hazardních společností, bude mírnější vůči provozovatelům kurzových sázek. **Oproti původnímu návrhu, který počítal se sazbou loterijní daně pro provozovatele kurzových sázek ve výši 25 %, by pro příští rok měla platit loterijní sazba 23 % z hrubých výher.**

Pro FEG uvedená změna představuje v příštím roce úsporu ve výši cca 1,3 mil. EUR (0,68 Kč na akcii) v porovnání s původním uvažovaným návrhem. Na podobu novely loterijního zákona s předpokládanou účinností od roku 2017 by uvedená změna v předmětné vyhlášce neměla mít žádný vliv.

V případě kurzových sázek **návrh novely loterijního zákona počítá s nárůstem sazby loterijní daně pro kurzové sázky od roku 2017 ze současných 20 % na 25 %.** Pro loterii Fortuny by pak měla od roku 2017 platit 30% daňová sazba. V současné době odvádí Fortuna v České republice vedle 19% daně z příjmu právnických osob 20% loterijní daň z hrubých výher.

V rámci nové právní úpravy hazardu vnímáme jako potenciální riziko pro sázkové kanceláře vedle vyššího zdanění i připravovaný registr hráčů spravovaný MFČR, který může řadu „rekreačních“ sázkařů odradit od kurzového sázení. Uspíší dle našeho názoru i transformaci sázkových kanceláří z retailových na online společnosti, když **kamenné pobočky ztratí jednu ze svých konkurenčních výhod vůči online kurzovým sázkám – možnost anonymního sázení.**

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 právní úprava hazardu v ČR měla umožnit sázkovým kancelářím provozovat on-line hazardní hry (kasino, číselné loterie, poker). Novela loterijního zákona by měla rovněž zlegalizovat působení přeshraničních sázkových kanceláří. Od roku 2017 by se na zahraniční sázkové kanceláře měly vztahovat stejné daňové povinnosti jako na tuzemské sázkové kanceláře.

Předpokládáme, že při uvažované 25 % sazbě loterijní daně z kurzových sázek nebude český trh kurzového sázení i vzhledem ke své velikosti pro zahraniční sázkové kanceláře atraktivní a v převážné většině nepožádají o potřebnou licenci k provozování své podnikatelské činnosti v ČR. V takovém případě je MFČR připraveno zabránit působení nelegálních sázkových kanceláří v ČR od roku 2017 blokadou jejich internetových stránek případně plateb tuzemských hráčů na konta zahraničních sázkových kanceláří.

Tabulka č. 3 Velikost nelegálního trhu dle FEG

1H 2015	Česká republika	Slovensko	Polsko
Mil. EUR	500	100	1 100

Zdroj: Fortuna

Samotná FEG ve svých odhadech uvádí, že velikost nelegálního trhu v České republice dosahuje cca 13,5 mld. Kč. Vedle možnosti sáhnout si potenciálně na podíl nelegálních zahraničních sázkových kanceláří vidíme pro největší tuzemské sázkové kanceláře v přísnějších regulačních podmínkách příležitost posílit nepatrně svůj tržní podíl na domácím trhu i na úkor menších domácích hráčů v odvětví. **Většina menších tuzemských sázkových operátorů provozuje kurzové sázky za hranou rentability a tvrdší regulační podmínky povedou podle našeho názoru k jejich odchodu z trhu.**

Mírnější návrh zdanění pro příští rok na podobě novely loterijního zákona nic nemění

Potenciální riziko pro sázkové kanceláře představuje registr hráčů

Navržené regulační podmínky nebudou pro zahraniční sázkové kanceláře atraktivní

Trh kurzových sázek v ČR se vyznačuje oligopolní strukturou

Dva největší tuzemští hráči v průběhu posledních dvou let svou silnou konkurenční pozici upevňovali

Trh kurzových sázek v České republice je značně koncentrovaný. Celková velikost legálního trhu kurzových sázek dosáhla ke konci roku 2014 dle statistik MFČR cca 36 mld. Kč, přičemž **podíl internetových kurzových sázek reprezentuje 85 % domácího trhu kurzových sázek. Nezpochybnitelnými vůdci tuzemského trhu jsou společnosti Tipsport a FEG, které obhospodařují přes 85 % domácího trhu internetových kurzových sázek** (měřeno jejich podílem na hrubých výhrách). Samotný Tipsport se svou dceřinou společností Chance pak ovládá cca 60 % českého trhu kurzových sázek. Z tabulky níže je patrné, že dvě největší tuzemské sázkové kanceláře dokázaly své silné tržní postavení v posledních letech ještě upevňovat.

Tabulka č. 4 Trh kurzových sázek v ČR (mil.Kč)

Kamenné pobočky	2012	2013	2014
Vloženo	7 605	6 564	6 203
Vyplaceno	5 591	4 996	4 446
Příjmy ze hry	2 014	1 569	1 757
Marže hrubých výher	26,5 %	23,9 %	28,3 %
Podíl Fortuny	29,5 %	32,8 %	29,0 %
Podíl Tipsportu	n.a.	n.a.	33,8 %
Internetové sázky	2012	2013	2014
Vloženo	14 413	22 460	29 405
Vyplaceno	12 469	19 968	26 078
Příjmy ze hry	1 944	2 492	3 326
Marže hrubých výher	13,5 %	11,10 %	11,31 %
Podíl Fortuny	27,1 %	28,0 %	30,3 %
Podíl Tipsportu	n.a.	52,3 %	55,6 %
Trh celkově	2012	2013	2014
Vloženo	22 018	29 025	35 607
Vyplaceno	18 060	24 964	30 524
Příjmy ze hry	3 958	4 061	5 083
Marže hrubých výher	17,98 %	13,99 %	14,28 %
Podíl Fortuny	28,3 %	29,8 %	31 %
Podíl Tipsportu	n.a.	n.a.	51 %
Podíl Chance	n.a.	n.a.	8 %

Zdroj: Ministerstvo financí, Fio banka

Silné konkurenční postavení Tipsportu a Fortuny na domácím trhu je v souladu s výsledky průzkumu mezi britskými sázejícími týkajícího se hlavních uvažovaných faktorů při volbě internetové sázkové kanceláře. Vedle výše volných sázek představují hlavní faktory volby internetové sázkové kanceláře důvěryhodná značka sázkové kanceláře a celkové povědomí o společnosti. Neméně důležitou roli v rozhodování klienta pak sehrává šíře nabídky sportovních událostí a kurzová hladina.

Tabulka č. 5 Faktory volby internetové sázkové kanceláře ve VB

Volné sázky	Důvěryhodná značka	Povědomí o společnosti	Kurzová nabídka
23 %	13 %	12 %	11 %

Zdroj: Kantar Media (2010)

Fortuna na domácím trhu těží ze své silné a tradiční značky v oblasti kurzových sázek. Její silné konkurenční postavení s Tipsportem odráží také nejširší nabídku sázkových příležitostí obou společností i zprostředkovaných živých sportovních přenosů v rámci live sázek v porovnání s tuzemskou konkurencí.

Nový management představuje novou strategii

Ze strany online hazardních her očekáváme výrazný nárůst přijatých sázek

Strategie nového managementu

FEG v závěru minulého roku obměnila kompletně nejužší vedení Společnosti. Předsedou představenstva a generálním ředitelem se stal Per Widerstrom. V pozici finančního ředitele vystřídala Michala Vepřeka Jaroslava Hirschová. Pozici marketingového ředitele FEG nově zastává Darren Lovern, který v posledních letech řídil internetové kurzové sázky a online hazardní hry v irské sázkové kanceláři Paddy Power PLC. V pozici hlavního bookmakera vystřídal Ondřeje Vícha Michal Hanák, který post hlavního bookmakera Fortuny zastával již v letech 1996 – 2012. **Nový management FEG v rámci konferenčního hovoru nastínil svou strategii tvorby hodnoty pro akcionáře FEG, která je postavena na třech pilířích:**

- I) **Růst tržního podílu na stávajících trzích** v návaznosti na účinnější regulaci přeshraničních sázkových kanceláří a vyšší provozní efektivnost Společnosti.
- II) **Rozšíření produktového portfolia FEG o nové typy her**
- III) **Regionální expanze** na nové trhy v rámci regionu CEE formou akvizic

Nová strategie by měla být dle managementu rozložena do dvou fází. První fáze, která časově pokrývá období letošního a příštího roku, bude charakteristická vyššími investičními výdaji (CAPEX 2015 12 – 16 mil. EUR) s cílem zvýšit konkurenceschopnost FEG. V roce 2017 by již dle slov managementu FEG měly být položeny základy pro budoucí růst Společnosti na stávajících a nových trzích CEE.

Akcionáři FEG už mají jednu negativní zkušenost se špatnou alokací kapitálu ze strany managementu FEG, když číselná loterie neoslovila předpokládaný počet zákazníků a stala se po léta zátěží pro hospodaření FEG. **Předpokládáme, že připravované rozšíření produktového mixu FEG o online hazardní hry bude v porovnání s číselnou loterií úspěšnější.**

Ze strany online hazardních her (kasino, bingo, poker), které by měla FEG představit s předpokládanou účinností novely loterijního zákona od roku 2017, očekáváme výrazný impuls pro růst přijatých sázek. Vycházíme zejména ze zkušeností sázkových kanceláří na vyspělých evropských trzích. **Mezi tradičními britskými operátory není výjimkou, že podíl online hazardních her reprezentuje více než 50 % celkových přijatých sázek.** Aktuálně číselná loterie Fortuny generuje cca 2% přijatých sázek Společnosti a zbylý podíl připadá na sportovní kurzové sázky. **V případě online hazardních her vidíme výrazně vyšší potenciál křížových prodejů stávající klientské bázi FEG** v porovnání s klasickou číselnou loterií na kamenných pobočkách. **Z titulu nových herních produktů očekáváme i nárůst nových aktivních uživatelů na tuzemském trhu,** jejichž počet ve 2Q mezikvartálně stagnoval.

Možný směr budoucí zahraniční expanze naznačila FEG počátkem září, když oznámila, že na základě licenční smlouvy poskytne rumunským společnostem BET ACTIVE CONCEPT a BET ZONE právo k užívání své ochranné známky „FORTUNA“ za účelem provozování kurzového sázení a hraní. Obě rumunské společnosti jsou součástí skupiny Penta, majoritního vlastníka FEG.

Přestože podmínky licenční smlouvy nebyly zveřejněny, **neočekáváme ze strany licenčních poplatků v krátkodobém horizontu výraznější pozitivní dopad do hospodaření FEG.** Předpokládáme ovšem pozdější začlenění rumunských aktiv pod křídla FEG a z tohoto titulu vnímáme pozitivně skutečnost, že FEG bez vynaložení dodatečných nákladů rozšíří povědomí o své značce na dalších trzích CEE.

Projekce hospodaření FEG (2015 – 2019)

V reakci na slabší pololetní výsledky jsme upravili naši projekci hospodaření FEG pro druhou polovinu roku i zbývající léta v rámci projektovaného období. Největší změny v projekci hospodaření v porovnání s červnovou analýzou jsme provedli v rámci očekávaného vývoje marží hrubých výher. Od roku 2017 předpokládáme na pozadí rostoucích výnosů FEG stabilní růst provozního i čistého zisku.

Tabulka č. 6 Projekce hospodaření za období 2015 - 2019

Mil. EUR	2014	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Přijaté sázky	672,4	819,7	918,2	1 020,0	1 091,7	1 124,9
tempo růstu	18,5 %	22 %	12 %	11,7 %	7,1 %	4,9 %
Hrubé výhry	132,6	135,2	144,0	153,3	160,9	163,1
marže hrubých výher	19,7 %	16,6 %	15,8 %	15,0 %	14,7 %	14,5 %
Výnosy	96,9	93,9	96,9	101,9	106,2	109,3
EBITDA	27,8	19,7	19,4	22,0	23,3	24,5
EBITDA marže	28,6 %	20,9 %	20,0 %	21,6 %	21,9 %	22,4 %
Odpisy	4,3	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0
Provozní zisk (EBIT)	23,5	15,2	13,9	16,0	17,3	18,5
Čistý zisk	15,4	9,9	9,2	11,1	11,9	12,8
Zisk na akcii (EPS)	0,30	0,19	0,18	0,21	0,23	0,24

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Meziroční tempo růstu celkových přijatých sázek za 1H 2015 při 24 % bylo nejsilnější v burzovní historii FEG. Pro projektované období (2015 – 2019) jsme v návaznosti na silnou dynamiku v prvním pololetí přistoupili k navýšení očekávaných přijatých sázek (v porovnání s červnovou analýzou) při jejich průměrném ročním tempu růstu o 9 %. V letošním roce vykáže FEG dle našeho aktualizovaného odhadu meziroční nárůst přijatých sázek o cca 22 % a s rezervou pravděpodobně překoná vlastní výhled pro přijaté sázky ve výši 790 mil. EUR. Rovněž následující dva roky budou dle našeho odhadu pro FEG z pohledu přijatých sázek vydařené. Příští rok bude z pohledu sázkových kanceláří příznivý počtem velkých sportovních akcí (fotbalové mistrovství Evropy, letní olympijské hry). Zejména evropský fotbalový šampionát má potenciál přepsat statistiky nejsázenější sportovní události z minulého roku. Z pohledu FEG je příznivé, že existuje slušná šance, že fotbalový šampionát ve Francii se bude konat za účasti všech tří národních mužstev z trhu působnosti FEG. V roce 2017 očekáváme dvouciferný nárůst přijatých sázek FEG zejména z titulu rozšíření produktového mixu FEG o nové typy her.

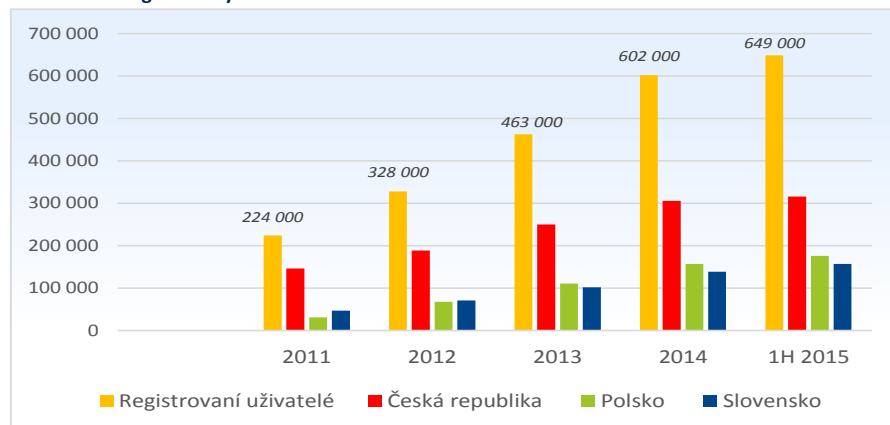
Hlavní driversy růstu přijatých sázek představují nárůst aktivních uživatelů a s pokračujícím rozvojem live sázek a rostoucí penetrací chytrých telefonů na trzích působnosti FEG rovněž vyšší frekvence sázek ze strany stávajících klientů. Fortuna se za posledních pět let může pochlubit úctyhodným tempem akvizovaných klientů (graf č. 2). Na konci první poloviny roku jich FEG registrovala cca 650 tis. Počet aktivních klientů (vsadí si min. 1x za měsíc) však bude pravděpodobně o poznání nižší. Jejich počet odhadujeme na 50 – 60 % registrovaných zákazníků. Nejvyšší tempo nově registrovaných klientů (q/q +5 %) zaznamenala Fortuna ve 2Q 2015 na Slovensku v návaznosti na zrušení manipulačního poplatku u internetového sázení. V České republice za druhé čtvrtletí nezaznamenala FEG na druhou stranu žádný nárůst registrovaných uživatelů. Při relativně výrazné marketingové propagaci hokejového mistrovství světa v České republice s historicky nejvyššími bonusy pro nové zákazníky a dočasným zrušením manipulačního poplatku na kamenných pobočkách signalizuje stagnace české klientské báze FEG postupnou nasycenost českého trhu kurzových sázek. Výraznější nárůst klientské báze na českém trhu tak může přinést z našeho pohledu pouze účinnější regulace přeshraničních sázkových kanceláří a připravované rozšíření produktového portfolia FEG o nové typy her s potenciálem oslovit nové uživatele.

Trhu kurzových sportovních sázek aktuálně dominují live sázky, které získávají stále vyšší podíl na celkových přijatých sázkách sázkových kanceláří. Pozitivním efektem dynamického rozvoje live sázek je výrazný celkový růst přijatých sázek s rostoucí frekvencí sázek na jednoho uživatele. Na druhou stranu jsou live sázky charakteristické nižšími maržemi hrubých výher (6 – 8 %) v porovnání s předzápasovými sázkami a vyžadují ze strany sázkových kanceláří investice do zprostředkování živých sportovních přenosů a kurzových dat. Rozvoj live sázek podporuje v posledních letech vyšší dostupnost produktového portfolia Společnosti s rostoucí penetrací chytrých telefonů a tabletů na trzích působnosti FEG. Sázení prostřednictvím chytrých telefonů představuje stále důležitější distribuční kanál pro sázkové kanceláře a jeho význam v průběhu času poroste.

*Propad marží bude pravděpodobně hlubší
v porovnání s naší předchozí projekcí*

*FEG zůstává z přijatých sázek stále menší
podíl peněžních prostředků*

Graf 2 Počet registrovaných zákazníků



Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Největší změny v projekci hospodaření FEG v porovnání s červnovou analýzou jsme provedli v rámci očekávané trajektorie marží hrubých výher. Ve světle její nízké hodnoty za 1H 2015 (16,3 %) se naše červnová projekce jeví jako příliš optimistická. Za výrazným propadem marže z hrubých výher stojí zejména migrace slovenských hráčů z kamenných poboček na internet. S rostoucí atraktivitou live sázek (marže 6 – 8 %) očekáváme pokračující propad marží FEG k úrovním 14 - 15%. **Impulem pro stabilizaci marží může v následujících letech být produktový mix FEG s vyšším zastoupením internetových hazardních her s nadprůměrnými maržemi (bingo, online výherní automaty).**

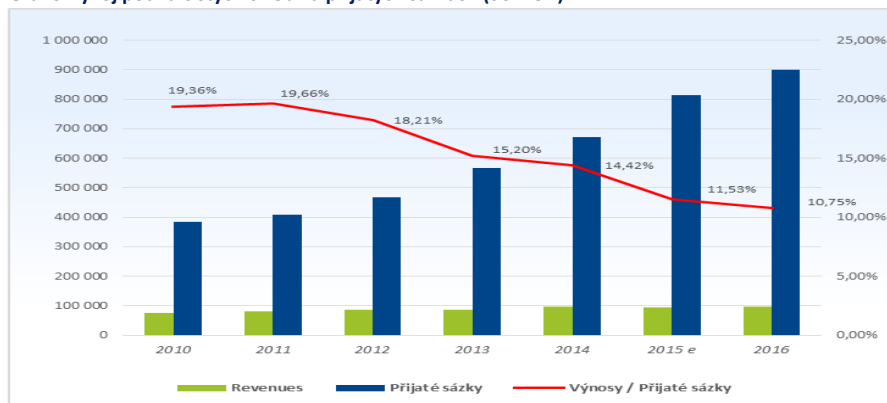
Tabulka č. 7 Marže hrubých výher u jednotlivých typů her

Poker	Ruleta	Live sázky	Int. sázky	Automaty	Bingo
2 %	2 - 3 %	6 - 8 %	15 %	25 - 30 %	35 - 40 %

Zdroj: Odhad Fio banky

Nepříznivým trendem pro FEG je klesající podíl výnosů na celkových přijatých sázkách. Fortuna tak z přijatých sázek získává vlivem klesajících marží hrubých výher a rostoucí míry zdanění stále menší podíl finančních prostředků. V roce 2010 dosahoval podíl čistých tržeb FEG na celkových přijatých sázkách 20 %. Za první polovinu roku 2015 pak podíl výnosů Fortuny na celkových přijatých sázkách dosáhl téměř poloviční hodnoty při 11,2 %. V návaznosti na očekávané vyšší zdanění v České republice a pokračující pokles marží očekáváme, že od roku 2017 bude podíl výnosů na přijatých sázkách dosahovat úrovní pod hranicí 10 %. Organický růst výnosů v rámci období (2015 – 2019) očekáváme při 4 % (CAGR).

Graf 3 Vývoj podílu čistých tržeb na přijatých sázkách (tis. EUR)

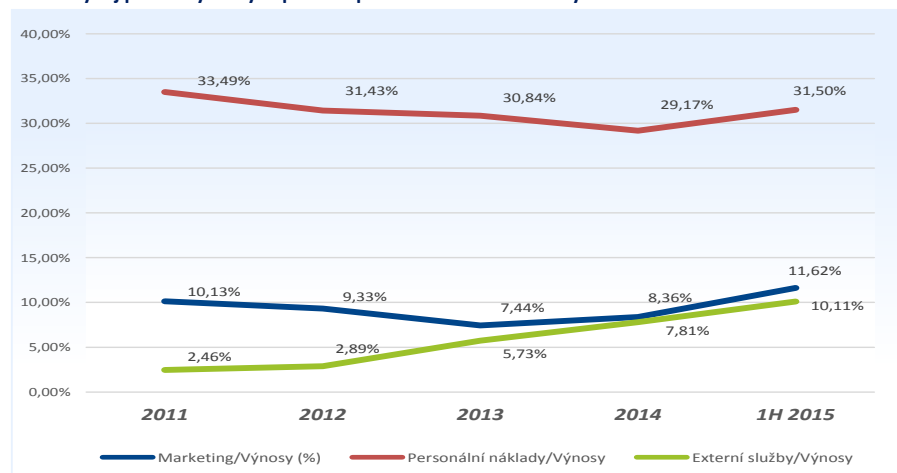


Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Očekávaný růst ziskovosti nebude tažen úsporami v rámci OPEX

Míra, s jakou dokáže FEG přeměnit předpokládaný růst obrátu na růst zisku, bude záviset zejména na dynamice provozních nákladů. Ty v posledních pěti letech vykazovaly rychlejší tempo růstu (+7 % CAGR) ve srovnání s čistými tržbami očištěnými o loterijní daň v ČR (5,4 % CAGR). V rámci projektovaného období nepředpokládáme, že růst ziskovosti FEG bude tažen ze strany nižších provozních nákladů. Zejména na straně tří nejvýznamnějších položek provozních nákladů FEG (osobní náklady, marketing a náklady na obsah) neočekáváme v rámci projektovaného období žádné výraznější úspory.

Graf 4 Vývoj podílu vybraných položek provozních nákladů na výnosech



Zdroj: Fortuna

Podíl marketingových výdajů na výnosech poroste

Podíl marketingových výdajů na celkových výnosech FEG vykazuje v posledních třech letech vzestupnou tendenci. Za první polovinu letošního roku dosáhl podíl marketingových výdajů na výnosech FEG 12 %, což je stále zřetelně níže v porovnání s průměrnými hodnotami v odvětví (25 %). **Předpokládáme, že podíl marketingových výdajů na celkových výnosech FEG i v následujících letech vykáže mírný nárůst v návaznosti na představení nových herních produktů v oblasti online hazardních her a pravděpodobnou expanzi FEG na nové regulované trhy regionu CEE.** Zkušenosti ze západoevropských trhů ukazují, že náklady na získání zákazníka v segmentu online hazardních her jsou vyšší v porovnání s kurzovými sázkami a vyžadují i jiný způsob marketingové komunikace. Uživatel online kasina je v porovnání se sázkaři kurzových sázek rovněž méně loajální. Průměrný výnos na uživatele online kasina je však v porovnání s běžnými kurzovými sázkami vyšší.

Tabulka č. 8 Marketingové výdaje (% výnosů)

Bwin	Betsson	Betfair	Unibet	William Hill	Paddy Power
36 %	19 %	29 %	24 %	13 %	10 %

Zdroj: Finanční reporty společností

Stávající trhy FEG rostly v uplynulých pěti letech na pozadí rozmachu internetových kurzových sázek nadprůměrným tempem a všichni hlavní hráči dokázali navyšovat obrát, aniž by musely nutně snižovat tržby ostatních konkurentů. **Dá se očekávat, že s budoucím zpomalením růstu stávajících trhů FEG bude mít soupeření mezi hlavními konkurenty tendenci zesilovat.** Zintenzivnění konkurence na současných trzích FEG rovněž povede k vyššímu podílu marketingových výdajů na výnosech Společnosti.

Náklady na obsah představují stále vyšší podíl celkových provozních nákladů

Vedle marketingové komunikace a kurzové hladiny představuje rozsah nabízených sázkových příležitostí a zprostředkovaných živých sportovních přenosů v rámci live sázek jednu z nejvýraznějších konkurenčních výhod v odvětví kurzových sázek. Náklady na služby spojené s poskytováním streamového vysílání sportovních přenosů a live sázek vykazují v posledních letech rostoucí podíl na výnosech FEG (viz. graf č. 4). S rostoucí dominancí internetových kurzových sázek, zejména pak live sázek, neočekáváme v rámci projektovaného období změnu v nastoleném trendu.

Korekce v projekci hospodaření FEG (2015 – 2019)

Projekce provozního zisku na úrovni EBITDA doznala navzdory vyšší projekci přijatých sázek (2015 – 2019) v porovnání s červnovou projekcí negativní revize, kterou dokumentuje tabulka níže. Nižší výhled provozní ziskovosti byl způsoben zejména přehodnocením očekávaného vývoje marží hrubých výher FEG. Uvažované změny ve vývoji marží Společnosti se promítly i do nižší úrovně výkazu zisku a ztráty.

Tabulka č. 9 Porovnání aktuální a původní projekce hospodaření

Aktuální odhad	2015	2016	2017
Výnosy	93,9	96,9	101,9
EBITDA	19,7	19,4	22,4
Čistý zisk	9,9	9,2	11,1
Původní odhad	2015	2016	2017
Výnosy	99,1	100,4	108,2
<i>Změna</i>	-5,3 %	-3,5 %	-5,8 %
EBITDA	20,4	19,6	24,3
<i>Změna</i>	-3,4 %	-1 %	-7,8 %
Čistý zisk	10,0	9,2	12,2
<i>Změna</i>	-1 %	+1 %	-9 %

Zdroj: Fio banka

Meziroční propad očištěné EBITDA v letošním roce očekáváme při 29 %

Jako výsledek uvedené projekce čistých výnosů a provozních nákladů FEG v rámci projektovaného období očekáváme v letošním roce propad očištěného provozního zisku před odpisy o 29 %. **Konsolidovaná EBITDA tak dle naší prognózy dosáhne dolní hranice managementem indikovaného pásma (19,5 – 20,9 mil. EUR) při 19,7 mil. EUR.** Meziročně nižší provozní ziskovost na úrovni EBITDA očekáváme vzhledem k vyššímu zdanění v České republice i v příštím roce. V porovnání s předchozí analýzou jsme na základě informací o vyšší předpokládané investici do dlouhodobých provozních aktiv v letošním roce (12 – 16 mil. EUR) navýšili předpokládanou úroveň odpisů.

Management zdůvodnil nevyplacení dividendy ze zisku za rok 2014 rozhodnutím financovat investiční plány FEG pomocí interně generovaného cash flow. **Předpokládáme, že management bude razit i v následujícím období spíše konzervativní finanční politiku při udržení pozice čistého dluhu k EBITDA okolo 1.** Neočekáváme proto výrazný nárůst finančních nákladů v projektovaném období.

Meziroční propad očištěného čistého zisku FEG (o daňovou vratku v Polsku 2014) dosáhne v letošním roce dle našeho odhadu 37 %. **Od roku 2017 očekáváme stabilní růst provozního a čistého zisku Společnosti (2015 – 2019 +5 % CAGR).**

Sektorové srovnání

Akcie FEG se aktuálně obchodují s poměrně výrazným diskontem vůči průměrným hodnotám peer group. Tento diskont činí v porovnání s mediánovými hodnotami peer group na základě EV/EBITDA 2015e 19 % a na základě P/E 2015e 30 %. V porovnání s historickými obchodovanými násobky Fortuny jsou aktuální hodnoty rovněž podprůměrné. U ryze internetových sázkových kanceláří, které operují výhradně na regulovaných trzích (jako FEG) se obchodované násobky pohybují ještě výše vůči průměrným hodnotám peer group. Rovněž transakční násobky akvizovaných sázkových společností z poslední doby se pohybují výše. CVC Partners akvizoval 80% obchodní podíl v Sky Bet při 15x EBITDA 15. GVC Holding uspěl s nabídkou na převzetí sázkového holdingu Bwin.Party při ocenění 13 x EBITDA 15. V tomto světle považujeme aktuální ocenění akcií FEG na trhu při 7,8násobku očekávané EBITDA a 13násobku čistého zisku za rok 2015 vzhledem k převaze přijatých sázek z online sázení a výhradní angažovanosti FEG na regulovaných trzích za investičně atraktivní.

Tabulka č. 10 Obchodované násobky Peer Group za 2015 a 2016

	P/E 15	P/E 16	EV/EBITDA 15	EV/EBITDA 16
William Hill	14,8	13,5	9,6	9,0
Ladbrokes	18,9	14,7	8,7	7,8
Paddy Power	32,1	27,1	19,8	17,2
Betfair	40,7	34,4	24,9	21,7
888 Holding	19,4	17,5	10,6	9,5
Unibet Group	24,0	19,7	18,8	15,0
Bet-At-Home	12,5	12,1	9,6	9,2
Bwin.Party Digital Entertainment	23,8	23,4	11,1	10,70
GVC Holdings	9,1	8,7	7,2	6,7
Fortuna	13,0	14,4	7,8	7,9
Medián odvětví	19,4	17,5	10,6	9,5
Průměr odvětví	21,7	19,0	13,4	11,9

Zdroj: Bloomberg

Částečný diskont v ocenění akcií FEG odráží i rozhodnutí managementu FEG o nevyplacení dividendy ze zisku roku 2015. Management FEG se rozhodl financovat své investiční plány pomocí interně generovaného cash flow a dividendová politika FEG aktuálně prochází revizí. Management ji chce oznámit až po skončení fiskálního roku 2015. Vzhledem k expanzivním plánům nového managementu po roce 2016 předpokládáme výraznou revizi výplatního poměru k úrovním 20 – 30 % čistého zisku. Navzdory očekávanému propadu ziskovosti FEG v letošním roce (očistěná EBITDA -29 % y/y, čistý zisk -37 %) dosahuje Fortuna relativně slušné profitability při návratnosti vlastního kapitálu 28 % a EBITDA marže 20 %. S pozicí čistého dluhu vůči EBITDA na úrovni 1,1 vnímáme FEG jako finančně silnou společnost. Aktuálně vyšší reinvestice zisku do kapitálových položek považujeme za přechodné období. **Domníváme se, že se FEG po roce 2016 vrátí k úrovním běžným v odvětví při CAPEX/výnosy 5 – 6 % s pozitivním vlivem na volnou hotovost generovanou Společností.**

Tabulka č. 11 Vybrané finanční ukazatele Peer Group 1H 2015

	Divi. výnos	ROE	ROIC	EBITDA marže	CAPEX/Výnosy
William Hill	3,61 %	16,1 %	10,9 %	23,5 %	4,9 %
Ladbrokes	3,3 %	(6,8 %)	(0,3 %)	0,1 %	6,0 %
Paddy Power	1,7 %	94,5 %	55,5 %	20,1 %	5,9 %
GVC Holdings	9,9 %	27,4 %	30,6 %	20,9 %	3,9 %
888 Holding	3,4 %	25,5 %	27,3 %	12,7 %	2,2 %
Unibet Group	3,1 %	31,0 %	31,4 %	23,1 %	6,0 %
Bwin.Party Digital Entertainment	2,9 %	0,8 %	0,3 %	13,3 %	5,9 %
Fortuna	0,0 %	28 %	19,4 %	19,5 %	6,8 %
Medián odvětví	3,2 %	27,7 %	23,4 %	19,8 %	5,9 %
Průměr odvětví	4,0 %	37,5 %	22,2 %	16,2 %	5,0 %

Zdroj: Bloomberg

Ocenění Společnosti

Ocenění akcií FEG 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 regulační rámec, jemuž jsou společnosti vystaveny.

(A) Ocenění metodou tržního porovnání

Tabulka č. 12 Ocenění dle EV/EBITDA

	2015e	2016e
EBITDA (mil. EUR)	19,7	19,4
Mediánová hodnota EV/EBITDA Peer Group	10,6	9,5
Aplikovaná prémie / diskont	0 %	0 %
Implikované ocenění EV	208,8	184,3
Čistý dluh (mil. EUR)	22,0	20,0
Ocenění VK (mil. EUR)	186,8	164,3
Implikované ocenění akcie Fortuny	97 Kč	85 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. 10. 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 FEG založenou na metodě tržního porovnání jsme tak stanovili na 92 Kč za akcii.**

Tabulka č. 13 Ocenění dle P/E

	2015e	2016e
Čistý zisk (mil. EUR)	9,9	9,2
Mediánová hodnota P/E Peer Group	19,4	17,5
Aplikovaná prémie / diskont	0 %	0 %
Ocenění VK (mil. EUR)	192,1	161
Implikované ocenění akcie Fortuny	100,0 Kč	84,0 Kč

Zdroj: Fio banka

Výslednou hodnotu akcií FEG založenou na metodě tržního porovnání jsme stanovili na 92 Kč za akcii.

(B) Ocenění metodou DCF entity

Jako základní metodu ocenění pro určení vnitřní hodnoty akcií FEG 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 premií. Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti FEG. 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 FEG v jednotlivých letech dle odhadované kapitálové struktury Společnosti vycházející z tržních hodnot vlastního kapitálu dokumentuje následující tabulka.

Tabulka č. 15 Náklady vlastního kapitálu

	2015	2016	2017	2018	2019	PH
Bezriziková výnosnost	1,25 %	1,5 %	2 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %
Nezádlužený koeficient beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	1,00
D/E	20,3 %	18,3 %	17,1 %	17,0 %	16,9 %	17,0 %
Koeficient beta pro poměr D/E	0,74	0,73	0,72	0,72	0,72	0,8
Prémie za tržní riziko	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
Přirážka za specifické riziko	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Náklady vlastního kapitálu	6,4 %	6,5 %	7 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %

Zdroj: Fio banka

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.

Tabulka č. 14 Výpočet rizikové prémie

	Prémie	Váha
Česká republika	6,8 %	60 %
Polsko	7,03 %	15 %
Slovensko	7,03 %	25 %
Premie za tržní riziko	6,9 %	

Zdroj: Damodaran

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 FEG.

Tabulka č. 16 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Položka	2015	2016	2017	2018	2019	PH
D/(E+D)	16,8 %	15,5 %	14,6 %	14,5 %	14,4 %	20,0 %
E/(E+D)	82,7 %	84,1 %	85 %	85,1 %	85,1 %	80,0 %
Náklady cizího kapitálu	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Náklady vlastního kapitálu	6,4 %	6,5 %	7 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %
WACC	5,7 %	5,9 %	6,4 %	6,8 %	7,2 %	7,3 %

Zdroj: Fio banka

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

Tabulka č. 17 Výpočet FCFF pro období 2015 - 2019

FCFF (mil. EUR)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Provozní výsledek hospodaření	15,2	13,9	16,0	17,3	18,5
Efektivní sazba daně	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Daň	3,8	3,5	4,0	4,3	4,6
Upravený EBIT po zdanění	11,4	10,4	12,0	12,9	13,8
Odpisy	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0
CF před změnou PK	15,9	15,9	18,0	18,9	19,8
Změna pracovního kapitálu	0,3	0,4	0,5	0,6	0,65
CAPEX	14,8	9,1	5,6	5,8	6,1
Free Cash Flow to Firm	0,8	6,3	11,9	12,5	13,1

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 FEG metodou diskontovaných peněžních toků ve výši 87 Kč na akcii.

Tabulka č. 18 Rekapitulace ocenění Fortuny

	2015E
Diskontní sazba	7,3 %
Současná hodnota FCFF do roku 2019	38 mil. EUR
Současná hodnota FCFF po roce 2019	152 mil. EUR
Čistý dluh	22 mil. EUR
Odhadovaná vnitřní hodnota Společnosti	168,0 mil. EUR
Kurz CZK/EUR k 30. 9. 2015	27,2 Kč/eur
Počet emitovaných akcií	52 000 000
Vnitřní hodnota na akcii (EUR)	3,2
Vnitřní hodnota (CZK)	87 Kč

Zdroj: Fio banka

Výslednou hodnotu akcií FEG založenou na metodě diskontovaných peněžních toků jsme stanovili na 87 Kč za akcii.

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 č. 19 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Dlouhodobá míra růstu	Diskontní sazba (2. fáze)				
	6,7 %	7,0 %	7,3 %	7,6 %	7,9 %
0%	82	79	76	73	71
0,5%	89	85	82	78	76
1%	96	92	87	84	81
1,5%	105	100	95	91	87
2%	116	110	104	99	94

Zdroj: Fio banka

Cílovou cenu pro akcie FEG s 12 měsíčním investičním horizontem stanovujeme ve výši 88 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 FEG ve výši 88 Kč na akcii. Naše cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu 12 měsíců.** Investiční doporučení stanovujeme vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti (68 Kč) na stupni „koupit“.

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 konkurenční pozice společnosti na trzích ČR, Polska a Slovenska
- ✓ Tradice, silná značka na trzích CEE
- ✓ Vedoucí pozice v (legálním) 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 globálnějším rozměru (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
- ✓ Pokračující prodej akcií ze strany druhého největšího akcionáře Franklin Templeton

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.

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 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 5.10.2015 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 povinné prezentaci investičních doporučení §7.

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