

Fortuna

Doporučení: KOUPIT
Cílová cena: 106 Kč

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Souhrn doporučení

Nové doporučení:	KOUPIT
Předchozí doporučení:	Koupit
Cílová cena (12 M):	106 Kč
Minulá cílová cena (5. 10. 2015)	88 Kč
Datum vydání:	11. 4. 2016

Výkonnost (%)	3M	6M	12M
Fortuna	+7 %	+25 %	-15,8 %
Index PX	-6,7 %	-7,1 %	-12,9 %
STOXX EUR. 600	-9,1 %	-0,9 %	-15,0 %

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Základní informace

Odvětví:	Herní průmysl
Ticker:	BAAFOREG (BCPP)
Počet vydaných akcií:	52 000 000 ks.
Free float:	33 %
Tržní kapitalizace:	4,6 mld. Kč
Dividenda (12 m)	0 Kč
Uzavírací cena k 8. 4. 2016	88 Kč
Roční maximum:	105 Kč
Roční minimum:	56 Kč

Graf. č. 1: Vývoj kurzu akcií Fortuny



V předkládané analýze akciového titulu společnosti Fortuna Entertainment Group (dále jen „Fortuna“ nebo „Společnost“) aktualizujeme náš pohled na akcie Společnosti. V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme přistoupili ke zvýšení naší cílové ceny pro akcie Fortuny z 88 Kč na 106 Kč, přičemž naše investiční doporučení vzhledem k aktuální tržní ceně akciového titulu (88 Kč) potvrzujeme na stupni „koupit“.

Ke zvýšení naší cílové ceny pro akcie Fortuny jsme přistoupili v důsledku vyšších odhadů ziskovosti Fortuny v návaznosti na lepší reportovaná čísla Společnosti za uplynulý kalendářní rok. Naše předchozí cílová cena pro akcie Fortuny na úrovni 88 Kč na akcii byla založena na předpokladech, které se ve světle celoročních hospodářských výsledků Společnosti ukázaly jako příliš konzervativní.

Akcie Fortuny se v současné době obchodují při 7,0 násobku EV/EBITDA 2016 a 12 násobku P/E 16 s výrazným diskontem vůči středním hodnotám peer group. Tento diskont činí v porovnání se středními hodnotami peer group na základě EV/EBITDA 33 % a na základě P/E cca 30 %. Akcie Fortuny se aktuálně obchodují na podprůměrných násobcích rovněž optikou průměrných historických hodnot Společnosti (EV/EBITDA 10x, P/E 14x). Domníváme se tak, že akcie Fortuny by ve střednědobém investičním horizontu měly těžit nejen z předpokládaného růstu ziskovosti, ale i z expanze valuačních násobků (P/E, EV/EBITDA).

Výslednou cílovou cenu ve výši 106 Kč s investičním horizontem 12 měsíců jsme stanovili metodou diskontovaných peněžních toků (DCF entity). Tato hodnota převyšuje aktuální akciový kurz Fortuny cca o 20 %. V souladu s naší metodologií tak stanovuje investiční doporučení pro akcie Fortuny na stupni koupit.

Tabulka č. 1 Souhrn finanční výkonnosti a ocenění Fortuny

Projekce hospodaření (mil. EUR)	2015	2016e	2017e	2018e
Výnosy	102,8	109,6	115,2	119,5
EBITDA	27,2	25,0	27,6	28,7
Očištěný čistý zisk	16,0	14,0	15,4	16,2
Zisk na akcii (EPS)	0,31	0,27	0,30	0,31
Ocenění akcií	2015	2016e	2017e	2018e
EV/EBITDA	10,0	7,0	6,4	6,1
P/E	14,0	12,1	11,0	10,5
P/FCF	14,0	22,0	11,0	10,6
Dividendový výnos	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,2 %
Profitabilita	2015	2016e	2017e	2018e
EBITDA marže	28,9 %	22,8 %	23,9 %	24,0 %
Zisková marže	12,9 %	12,8 %	13,4 %	13,5 %

Zdroj: Fortuna, Fio banka

Investiční teze

Navzdory výraznému růstu akcií Fortuny od naší předchozí publikované analýzy (+29 %) potvrzujeme naše nákupní investiční doporučení pro akcie Společnosti při nové cílové ceně 106 Kč na akcii. Náš odhad vnitřní hodnoty akcií Fortuny vztahující se k dvanáctiměsíčnímu investičnímu horizontu představuje vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti potenciální výnos 20 %.

K revizi naší cílové ceny pro akcie Fortuny jsme přistoupili v návaznosti na výrazně lepší hospodaření Společnosti za uplynulý rok v porovnání s původním výhledem managementu Společnosti i naší vlastní projekcí. Navzdory našemu zklamání z očekávaného meziročního propadu EBITDA (10 – 15 %) v letošním roce, je i managementem očekávané rozpětí pro provozní zisk před odpisy v roce 2016 (23,1 - 24,5 mil. EUR) výše nad našimi původními odhady z poslední publikované analýzy.

Reakce investorů na zveřejněné výsledky za 4Q/FY 2015, respektive oznámené přerušení výplaty dividendy pro následující dva roky a slabší výhled Společnosti pro letošní rok byla z našeho pohledu neadekvátní. Akcie Společnosti zaplatily daň za nízkou likviditu, **když během první hodiny obchodování ztratily více jak 20 % při objemu nepřesahujícím ani 1 mil. Kč.** Přehnaná reakce investorů vrátila akcie Fortuny téměř k úrovním, na nichž se obchodovaly před lednovým zveřejněním výrazně zlepšeného výhledu hospodaření za minulý rok.

Zrušení výplaty dividendy pro následující dva roky nepovažujeme za fatálně negativní zprávu pro minoritní akcionáře. Přestože jsme očekávali zachování alespoň mírné dividendy při výplatním poměru 20 – 30 % čistého zisku, vzhledem k expanzivním plánům nového managementu se výrazná korekce v dividendové politice Společnosti dala očekávat. Vidina štědré dividendy by tedy neměla představovat hlavní motiv investice do akcií Fortuny. **Domníváme se, že pokud Společnost dokáže realizovat z investic do rozvoje nové herní platformy uvažovanou návratnost (ROI) ve výši cca 20 %, minoritní akcionáři by neměli (z titulu předpokládaného růstu kurzu akcií) přijít zkrátka.** I vzhledem ke střednědobě dosahované průměrné rentabilitě investovaného kapitálu (ROIC) Fortuny (>20 %), považujeme tyto úrovně za dosažitelné.

Fortuna se v uplynulém roce tradičně prezentovala silným generovaným hotovostním tokem. Hodnota čistého dluhu Společnosti dosáhla v závěru roku 2015 nízké úrovně 7,5 mil. EUR. Násobek čistého dluhu vůči provoznímu zisku EBITDA tak dosáhl v rámci odvětví příznivých hodnot 0,3. **Volnou hotovost generovanou Společností v následujících letech podpoří od příštího roku výrazně nižší investice do dlouhodobého majetku (CapEx), které by měly dosahovat udržitelných 5 - 6 mil. EUR.**

Nízká valuace akcií Fortuny představuje bezpečnostní polštář pro investory. Akcie Fortuny se aktuálně obchodují při 7 násobku EV/EBITDA 2016 a 12 násobku očekávaného zisku za rok 2016 s přetrvávajícím výrazným diskontem vůči středním hodnotám referenční skupiny. V porovnání se středními hodnotami peer group činí tento diskont na základě valuačního násobku EV/EBITDA 33 % a P/E cca 30 %. Aktuální valuační násobky Fortuny jsou podprůměrné rovněž optikou historických průměrných hodnot Společnosti za poslední tři roky (10x EV/EBITDA, 14x P/E).

Takhle výrazný **diskont je dle našeho názoru neopodstatněný** navzdory vyššímu riziku spojenému s akciemi Fortuny. Diskont může částečně odrážet nedůvěru trhu v kroky nového managementu, který prozatím nijak přesvědčivě nezdůvodnil, jakou konkurenční výhodou se chce Fortuna prosadit na nových zahraničních trzích a nenaznačil rovněž ani směr a velikost budoucích zamýšlených zahraničních akvizic.

Neadekvátní reakce investorů na výsledky za 4Q 15 představuje investiční příležitost

Vidina štědré dividendy by neměla představovat hlavní motiv pro investici do akcií Fortuny

Bezpečnostní polštář v podobě nízkého ocenění.

Výsledky hospodaření za FY 2015

Fortuna se prezentovala za uplynulý rok v porovnání s naším očekáváním i s původním výhledem managementu Společnosti z úvodu roku výrazně lepšími výsledky hospodaření. Zejména druhé pololetí roku bylo z pohledu Fortuny vydařené. Fortuna realizovala za uplynulý rok 26% nárůst přijatých sázek při meziročně stabilním provozním zisku EBITDA (27,2 mil. EUR) a mírně vyšším očištěném čistém zisku (16 mil. EUR).

- ✓ **Celková výše přijatých sázek v roce 2015 vzrostla o 26,1 % na 847,7 mil. EUR.** Uplynulý rok tak byl z pohledu dynamiky přijatých sázek nejsilnějším kalendářním rokem Fortuny v její burzovní historii. Nejvýraznější meziroční nárůst přijatých sázek zaznamenala Fortuna na Slovensku (+55 % r/r) v reakci na zrušení manipulačního poplatku u online sázení. Tradičními generátory objemu přijatých sázek Fortuny v uplynulém roce byla rostoucí klientská základna Společnosti (+18,4 r/r) a s pokračujícím rozvojem live sázek rovněž vyšší frekvence sázek ze strany stávajících klientů. V rámci prodejných kanálů Fortuny získávají stále větší podíl na uzavřených sázkách mobilní zařízení.
- ✓ **Druhá polovina roku 2015 byla z pohledu realizovaných marží z hrubých výher pro Fortunu o poznání příznivější (17,3 %) v porovnání s prvním pololetím (15,3 %).** Hrubé výhry dosáhly v uplynulém roce 147,4 mil. EUR, což ve srovnání s předcházejícím rokem představuje jejich nárůst o 11,2 %. Hrubé výhry ze sázení po internetu vrostly na 84,7 mil. EUR (+26,4 % r/r). Výnosy Fortuny v uplynulém roce meziročně vzrostly o 6 %, přičemž v porovnání s první polovinou roku zaznamenala Společnost nárůst celkových výnosů o 24 %. Podíl výnosů Fortuny na celkových přijatých sázkách dosáhl na konci roku 2015 12 % (14,4 % FY 2014).
- ✓ **Vyšší úroveň marží hrubých výher ve druhé polovině roku se pozitivně promítla na vyšší provozní ziskovosti Fortuny, než jsme očekávali. Hodnota konsolidované EBITDA zůstala meziročně stabilní ve výši 27,2 mil. EUR a výrazně tak předčila naše očekávání z poloviny minulého roku i původní výhled managementu Společnosti.** Dosažená EBITDA marže Fortuny za uplynulý rok ve výši 26,5 % patří v rámci referenční skupiny evropských sázkových kanceláří k nadprůměrným hodnotám. Celkové provozní náklady Fortuny dosáhly v roce 2015 výše 75,6 mil. EUR (+8,5 % r/r) a znovu tak rostly rychlejším tempem než celkové výnosy Společnosti. Nejvýznamnější nákladovou položku představují osobní náklady, které meziročně vzrostly o 11 % na 31,4 mil. EUR. Reportovaný čistý zisk meziročně vrostl o výrazných 23 % mj. v důsledku jednorázového vlivu odložené daně v Polsku. Po úpravě o vliv jednorázové odložené daně v Polsku by čistý zisk dosáhl výše 16 mil. EUR (+2 % r/r).

Tabulka č. 2 Hospodaření Fortuny za FY 2015

	H1 2015	H2 2015	% změna	FY 2015	FY 2014	% změna
Přijaté sázky	411,9	435,8	5,8 %	847,7	672,4	26,1 %
- Sportovní sázení	402,7	445,0	10,5 %	828,0	655,7	18,97 %
- Loterie	9,2	10,5	14,1 %	19,7	16,7	4,07 %
Hrubé výhry	67,1	80,3	19,7 %	147,4	132,6	11,2 %
- Sportovní sázení	63,2	75,5	19,5 %	138,7	125,1	14,90 %
- Loterie	3,9	4,8	23,1 %	8,7	7,5	-1,17 %
Výnosy	46,1	56,7	23 %	102,8	96,9	6,0 %
- Sportovní sázení	42,8	52,9	23,6 %	95,7	91,0	14,19 %
- Loterie	3,2	3,9	21,9 %	7,1	5,9	-1,60 %
Očištěná EBITDA	9,0	18,2	102,2 %	27,2	27,2	0,0 %
- Sportovní sázení	8,5	17,8	109,4 %	22,6	26,8	2,61 %
- Loterie	0,5	0,4	-20 %	0,9	0,4	n.a. %
Očištěný čistý zisk	4,8	11,2	133,3 %	16,0	15,9	2,3 %

Zdroj: Fortuna

- ✓ **Česká republika představuje pro Fortunu klíčový trh,** který se v uplynulém roce podílel na celkových přijatých sázkách skupiny z 57 %, přičemž podíl loterijního segmentu v České republice dosáhl 2 %. Slovenský trh reprezentuje cca 31 % celkových přijatých sázek Fortuny a v uplynulém roce vykázal nejrychlejší tempo růstu (+55 % r/r). Navzdory výraznému růstu přijatých sázek **zaznamenaly výnosy ze sportovního sázení na Slovensku vzhledem k vyšším daňovým odvodům 3% meziroční pokles.** Polský trh se podílel na celkových přijatých sázkách Fortuny za uplynulý rok z 13 %. Celková výše přijatých sázek v Polsku dosáhla úrovně 106 mil. EUR, což představuje meziroční nárůst o 21 %. K vyšší dynamice přijatých sázek v Polsku přispělo stíhání sázejících přes off-shore sázkové operátory.

*Zklamáním je očekávaný propad
provozního zisku EBITDA v letošním roce o
10 – 15 %*

Tabulka č. 3 Rozdělení výnosů dle zemí (mil. EUR)

Česká republika (bez loterie)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Přijaté sázky	205,3	215	243,3	323,3	397,7	462,1
Tempo růstu		4,7 %	13,2 %	32,9 %	23,0 %	16,2 %
Hrubé výhry	42,8	44,6	44,5	46,6	55,3	59,6
Marže hrubých výher	20,9 %	20,7 %	18,3 %	14,4 %	13,9 %	12,9 %
Výnosy	36,0	36,6	35,7	37,3	43	46,5
Slovensko	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Přijaté sázky	122,3	131,3	131,5	148,9	167,7	259,9
Tempo růstu		7,4 %	0,2 %	13,2 %	12,6 %	55,0 %
Hrubé výhry	30,2	32,4	31,4	36	39,4	44,3
Marže hrubých výher	24,7 %	24,7 %	23,9 %	24,2 %	23,5 %	17,0 %
Výnosy	24,6	26,2	24,9	27,1	28,7	27,9
Polsko	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Přijaté sázky	55,3	49,4	68,9	74,2	87,6	105,8
Tempo růstu		-10,7 %	39,5 %	7,7 %	18,1 %	20,8 %
Hrubé výhry	19,7	19,4	24,8	26,1	30,4	34,8
Marže hrubých výher	35,6 %	39,3 %	36,0 %	35,2 %	34,7 %	32,9 %
Výnosy	13,4	13,5	16,6	16,7	19,3	21,3

Zdroj: Fortuna

Investice do dlouhodobých provozních aktiv (CAPEX) dosáhly v uplynulém roce 8,8 mil. EUR pod indikovaným výhledem managementu Společnosti z důvodu odložení některých investic na první čtvrtletí 2016. Kapitálové výdaje Fortuny by v letošním roce měly dosáhnout 11 – 13 mil. EUR. **Zklamání pro nás představuje výhled hospodaření Společnosti pro letošní rok**, který počítá v důsledku zvýšení sázkové daně v České republice a dalších investic do rozvoje společnosti s meziročním propadem EBITDA o 10 – 15 % při celkových přijatých sázkách do 1 010 mil. EUR (+19 % r/r). V rámci dividendové politiky se vedení Fortuny rozhodlo vzhledem k plánovaným investicím navrhnout nevyplatit dividendu v letech 2016 a 2017. Obecnou dividendovou politiku představí management společnosti po roce 2017.

Tabulka č. 4 Vybrané finanční ukazatele Fortuny

	FY 2014	FY 2015
EBITDA marže	28,1 %	26,5 %
EBIT marže	24,1 %	21,9 %
Zisková marže	14,5 %	15,6 %
Čistý dluh	24,7 mil. EUR	7,5 mil. EUR
Čistý dluh / EBITDA	0,9	0,3
Celkové zadlužení	40,4 mil. EUR	35,7 mil. E
CAPEX / Výnosy	2,8 %	8,6 %

Zdroj: Fortuna

Fortuna se v uplynulém roce tradičně prezentovala silným generovaným hotovostním tokem. I vlivem odložené daně v Polsku a přesunu části kapitálových výdajů na první čtvrtletí letošního roku dosáhla **pozice čistého dluhu Fortuny v závěru roku 7,5 mil. EUR (-68 % r/r)**. V polovině roku 2015 přitom činila pozice čistého dluhu Fortuny 21,9 mil. EUR. **Násobek čistého dluhu vůči provoznímu zisku EBITDA tak dosáhl v rámci odvětví příznivých hodnot 0,3. Provozní efektivita Fortuny zůstává při 26,5% EBITDA marži silná.**

Projekce hospodaření Fortuny (2016 – 2020)

Naše předpovědi konsolidovaných výsledků hospodaření Fortuny jsme zvýšili ve srovnání s poslední publikovanou analýzou v reakci na výrazně lepší než očekávané pololetní výsledky Společnosti za druhou polovinu roku 2015. Od roku 2017 předpokládáme stabilní růst provozního i čistého zisku Fortuny.

Tabulka č. 5 Projekce hospodaření za období 2016 - 2020

mil. EUR	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Přijaté sázky	847,7	1 001	1 091	1 157	1 203	1 239
<i>tempo růstu</i>	26 %	18 %	9 %	6 %	4 %	3 %
Hrubé výhry	147,4	164,2	172,4	175,8	178,0	180,0
<i>marže hrubých výher</i>	17,4 %	16,4 %	15,8 %	15,2 %	14,8 %	14,5 %
Výnosy	102,8	109,6	115,2	119,5	121,1	122,5
EBITDA	27,2	25,0	27,6	28,7	29,1	29,7
<i>EBITDA marže</i>	26 %	22,8 %	23,9 %	24,0 %	24,0 %	24,2 %
Odpisy	4,6	4,8	6,0	6,0	6,0	6,0
Provozní zisk (EBIT)	22,6	20,2	21,6	22,7	23,1	23,7
Očištěný čistý zisk	16,0	14,0	15,4	16,2	16,5	16,9
<i>Zisk na akcii (EPS)</i>	0,31	0,27	0,30	0,31	0,32	0,33

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Organický dvouciferný růst cílových trhů Fortuny se opíral v posledních letech o dynamický rozvoj internetového sázení. Zejména rostoucí atraktivita live sázek představuje s vyšší frekvencí sázek na jednoho uživatele hnací motor celého trhu kurzových sázek. Rostoucí penetrace chytrých telefonů a tabletů na cílových trzích Společnosti a možnost sázet téměř kdykoliv a odkudkoliv tento trend jen umocňuje. Další impuls pro růst tuzemského trhu očekáváme v následujícím roce z povolení k provozování online hazardních her, který by měl umožnit tuzemským sázkovým kancelářím rozšířit produktový mix o nové typy her. Fortuna se může dlouhodobě opřít rovněž o rostoucí klientskou základnu (2015 +18 % r/r). Předpokládáme, že s rostoucím disponibilním příjmem obyvatel středoevropského regionu (CEE) a vyšší frekvencí sázek na jednoho uživatele poroste v projektovaném období i průměrný výnos na uživatele (ARPU). **V rámci projektovaného období (2016 – 2020) odhadujeme průměrný růst přijatých sázek o 6,5 % ročně.**

Letošní kalendářní rok bude pro sázkové kanceláře příznivý počtem velkých sportovních událostí (fotbalové ME ve Francii, LOH v Riu de Janeiro, Světový pohár v ledním hokeji). Zejména evropský fotbalový šampionát má potenciál stát se nejsázenější sportovní událostí v historii Fortuny. Z pohledu Fortuny je příznivé, že se fotbalového šampionátu ve Francii zúčastní všechny tři národní mužstva z cílových trhů Společnosti (Česká republika, Slovensko i Polsko) a vzhledem k rozšíření turnaje o počet účastníků se odehraje větší počet zápasů v porovnání s předchozími ročníky. **Pro letošní rok očekáváme meziroční nárůst přijatých sázek Společnosti o 18 %.**

Projektované období následujících pěti let by se mělo vyznačovat pokračujícím trendem klesajících marží z hrubých výher vzhledem k očekávanému rostoucímu zastoupení live sázek na celkovém objemu přijatých sázek Společnosti. Ty se vyznačují nižšími maržemi z hrubých výher (6 – 8 %) v porovnání s předzápasovými sázkami. Myslíme si rovněž, že **případná expanze Fortuny na nové zahraniční trhy urychlí propad marží Společnosti.** Zahraniční konkurence (Pinnacle Sports, Bet365) nabízí své produkty při vyšší kurzové hladině a Fortuna se v zájmu zachování konkurenceschopnosti svého produktu tomu bude muset pravděpodobně přizpůsobit. **Organický průměrný roční růst hrubých výher v rámci projektovaného období odhadujeme při 3,4 %.** Vzhledem k vyššímu očekávanému zdanění v České republice od příštího roku i předpokládanému poklesu marží hrubých výher očekáváme v rámci období (2016 – 2020) pokračující pokles podílu výnosů na celkových přijatých sázkách pod hranici 10 %.

V porovnání s naší poslední publikovanou analýzou jsme v reakci na výrazně lepší reportované výsledky Společnosti v druhé polovině roku 2015 zvýšili naši střednědobou předpověď pro ziskovost Společnosti. V letošním roce projektujeme pokles provozního zisku EBITDA **o 8 % k úrovni 25 mil. EUR, což je výše vůči konzervativnějšímu výhledu managementu Společnosti** při meziročním propadu EBITDA o 10 – 15 % (23,1 – 24,5 mil. EUR).

Sektorové srovnání

Akcie Fortuny posílily od našeho nákupního doporučení o 29 % a nepatrně umazaly valuační gap vůči evropským veřejně obchodovaným sázkovým kancelářím. Nicméně i přes relativně silný růst akcií Fortuny za posledních šest měsíců se akcie Fortuny nadále obchodují s přetrvávajícím výrazným diskontem vůči středním hodnotám své referenční skupiny. Tento diskont činí v porovnání s mediánovými hodnotami peer group na základě EV/EBITDA 2016e 33 % a na základě P/E 2016e cca 30 %. V porovnání s průměrnými historickými valuačními násobky Fortuny za poslední tři roky (10x EV/EBITDA, 14x P/E) jsou aktuální hodnoty rovněž podprůměrné. U ryze internetových sázkových kanceláří operujících na regulovaných trzích se valuační násobky pohybují ještě výše vůči průměrným hodnotám peer group. Navzdory vyššímu riziku, které je s akciemi Fortuny spojeno vnímáme **aktuální ocenění akcií Společnosti při 7,0 násobku očekávané konsolidované EBITDA za rok 2016 a 12 násobku čistého zisku roku 2016 nadále za investičně atraktivní.**

Tabulka č. 6 Obchodované násobky Peer Group za 2016 a 2017

	P/E 16	P/E 17	EV/EBITDA 16	EV/EBITDA 17
William Hill	13,5	11,9	9,0	8,4
Ladbrokes	19,3	15,5	8,3	7,5
Paddy Power Betfair	29,7	24,5	24,3	20,6
Unibet Group	21,6	20,0	16,0	15,0
888 Holdings	18,4	16,3	10,0	9,2
Bet-At-Home	15,8	16,1	12,6	12,6
GVC Holdings	9,1	16,1	10,5	6,7
OPAP	9,8	11,2	5,2	5,8
Fortuna	12,1	10,7	7,0	6,4
Medián odvětví	17,1	16,1	10,3	8,8
Průměr odvětví	17,2	16,5	12,0	10,7

Zdroj: Bloomberg, Fio banka

Diskont v ocenění akcií Fortuny částečně odráží vyšší riziko spjaté s akciemi Fortuny. Management Fortuny komentuje veškeré budoucí kroky z našeho pohledu velmi vágně. Z vyjádření managementu není zřejmé, na jaké trhy se Fortuna v rámci regionální expanze chce zaměřit, případně jakou konkurenční výhodou se chce na nových trzích prosadit. Navzdory vyššímu riziku spojenému s akciemi Fortuny je nicméně z našeho pohledu takto výrazný diskont neopodstatněný i vzhledem k vyššímu růstovému profilu Společnosti. **Provozními metrikami patří Fortuna v rámci referenční skupiny k premiantům.** Provozní efektivnost Fortuny vyjádřená EBITDA marží (26,5 %) je v rámci referenční skupiny nadprůměrná. Při silném generovaném cash flow Společností a její pozici čistého dluhu vůči provoznímu zisku EBITDA ke konci roku 2015 na úrovni 0,3 vnímáme Fortunu jako finančně silnou společnost. Aktuální vyšší reinvestice zisku do kapitálových položek představuje přechodné období. Po roce 2016 se Fortuna vrátí k úrovním běžným v odvětví při podílu kapitálových výdajů na výnosech 5 – 6 % (5 – 6 mil. EUR) s pozitivním dopadem na volnou hotovost generovanou Společností.

Tabulka č. 7 Vybrané finanční ukazatele Peer Group FY 2015

	Div. výnos	ROE	ROIC	EBITDA marže	CAPEX/Výnosy
William Hill	3,9 %	16,0 %	12,4 %	22,9 %	1 %
Ladbrokes	2,7 %	1,2 %	3,0 %	4,8 %	2 %
Paddy Power Betfair	1,8 %	64,5 %	46,3 %	20,4 %	2 %
Unibet Group	3,3 %	26,7 %	24,7 %	21,9 %	3 %
888 Holdings	3,9 %	17,0 %	21,3 %	12,9 %	n.a.
Bet-At-Home	2,2 %	38,0 %	35,2 %	31,6 %	1 %
GVC Holdings	1,4 %	27,4 %	30,6 %	20,9 %	2 %
OPAP	7,6 %	18,0 %	16,1 %	36,6 %	2 %
Fortuna	0 %	39,3 % (1H 15)	19,4 % (1H)	26,5 %	8,6 %
Medián odvětví	3 %	22,4 %	23,0 %	21,4 %	2 %
Průměr odvětví	3,4 %	26,1 %	23,7 %	21,5 %	2 %

Zdroj: Bloomberg

Ocenění společnosti

Jako základní metodu ocenění pro určení vnitřní hodnoty akcií Fortuny 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 za tržní riziko, koeficientu beta dané Společnosti a dalších případných rizikových přírážek. Za bezrizikovou výnosovou míru jsme dosadili vážený průměr výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí působnosti Fortuny. Nezařazený 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.

Tabulka č. 8 Výpočet rizikové prémie

	Prémie	Váha
Česká republika	6,7 %	60 %
Polsko	7,1 %	15 %
Slovensko	6,7 %	30 %
Prémie za tržní riziko	6,8 %	

Zdroj: Fio banka, a.s., Damodaran

Tabulka č. 9 Náklady vlastního kapitálu

	2016	2017	2018	2019	2020	PH
Bezriziková výnosnost	1,0 %	1,0 %	2 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %
Nezařazený koeficient beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	1,00
D/E	18,5 %	16,0 %	14,3 %	13,1 %	12,0 %	12,0 %
Koeficient beta pro poměr D/E	0,73	0,72	0,71	0,70	0,70	1,00
Prémie za tržní riziko	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
Přirážka za specifické riziko	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %
Náklady vlastního kapitálu	6,9 %	6,8 %	7,8 %	8,3 %	8,7 %	9,8 %

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.

Zvýšené riziko pramenící z nejasných budoucích kroků managementu Společnosti (směr regionální expanze, velikost potenciálních akvizic) jsme promítli do diskontní sazby pro první fázi finančního plánu (2016 – 2020) uplatněním přírážky za specifické riziko ve výši 1 %.

Na základě našeho modelu a uvedených předpokladů odhadujeme vnitřní hodnotu akcií Společnosti na 106 Kč.

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.

Tabulka č. 10 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	PH
D/(E+D)	15,6 %	13,8 %	12,5 %	11,6 %	10,7 %	10,0 %
E/(E+D)	84,4 %	86,2 %	87,5 %	88,4 %	89,3 %	90,0 %
Náklady cizího kapitálu	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Náklady vlastního kapitálu	6,9 %	6,8 %	7,8 %	8,3 %	8,7 %	9,8 %
WACC	6,3 %	6,3 %	7,1 %	7,6 %	8,2 %	9 %

Zdroj: Fio banka

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

Tabulka č. 11 Výpočet FCFF pro období 2016 - 2020

FCFF (mil. EUR)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Provozní výsledek hospodaření	20,2	21,6	22,7	23,1	23,7
Efektivní sazba daně	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Daň	5,0	5,4	5,7	5,8	5,9
Upravený EBIT po zdanění	15,1	16,2	17,0	17,3	17,8
Odpisy	4,8	6,0	6,0	6,0	6,0
CF před změnou PK	19,9	22,2	23,0	23,3	23,8
Změna pracovního kapitálu	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
CAPEX	12,0	6,3	6,6	6,7	6,7
Free Cash Flow to Firm	7,5	15,4	15,9	16,1	16,4

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 106 Kč na akcii.**

Tabulka č. 12 Rekapitulace ocenění Fortuny

	2016E
Diskontní sazba	9 %
Současná hodnota FCFF do roku 2020	61,0 mil. EUR
Současná hodnota FCFF po roce 2020	143,8 mil. EUR
Čistý dluh (2016e)	0 EUR
Odhadovaná vnitřní hodnota Společnosti	204,8 mil. EUR
Kurz CZK/EUR k 31. 3. 2016	27,0 Kč/eur
Počet emitovaných akcií	52 000 000
Vnitřní hodnota na akcii (EUR)	3,94
Vnitřní hodnota (CZK)	106 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 č. 13 Citlivostní analýza cílové ceny na vybrané parametry

Dlouhodobá míra růstu	Diskontní sazba (2. fáze)				
	8 %	8,5 %	9 %	9,5 %	10 %
0 %	106	102	97	94	91
0,5 %	112	106	102	98	94
1 %	118	112	106	102	98
1,5 %	125	118	112	107	103
2 %	133	125	118	113	108

Zdroj: Fio banka

Cílovou cenu pro akcie Fortuny s 12 měsíčním investičním horizontem stanovujeme ve výši 106 Kč na akcii.

Pro stanovení výsledné cílové ceny akcií Fortuny jsme použili metodu DCF (entity). **Na tomto základě jsme stanovili cílovou cenu pro akcie Fortuny ve výši 106 Kč na akcii. Naše cílová cena se vztahuje k investičnímu horizontu 12 měsíců.** Investiční doporučení stanovujeme vzhledem k aktuální tržní ceně akcií Společnosti (88 Kč) při potenciálním výnosu 20 % 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 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
- ✓ Plánovaný rozjezd on-line hazardních her
- ✓ Uvolnění regulačního rámce na polském trhu
- ✓ Rostoucí distribuční kanál chytrých telefonů a tabletů
- ✓ Probíhající konsolidace na trhu kurzových sázek a hazardních her

Hrozby

- ✓ Intenzivní konkurence ze strany nelegálních přeshraničních on-line provozovatelů kurzových sázek na trzích Fortuny
- ✓ Zpřísnění regulačního rámce na cílových trzích Fortuny
- ✓ Prudší pokles marží z hrubých výher
- ✓ Investice do škálovatelné IT platformy nedosáhne očekávané návratnosti (ROI 20 %)
- ✓ Riziko přeplacených akvizic v rámci očekávané zahraniční expanze

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 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 zájmů 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 14.4.2016 má Fio banka, a.s. 6 platných investičních doporučení. Z celkového počtu jsou 2 doporučení koupit, 1 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