

Sázky

Aktualizace

Česká republika

Fortuna

Dobré fundamenty vyvažuje nejistota ohledně investic a dividendové politiky

Držet

Cena 20.05.16	85,7 CZK
12m cíl	96 CZK
Pot. růst ceny	12,0%
Dividenda	0 EUR 0,0 CZK
Celkový výnos	12,0%

Sektorové doporučení

Není doporučení

Typ investice

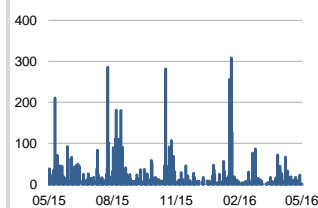
Defenzivní ✓

Roční vývoj ceny akcii



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Fakta/dopad: Naše nákupní doporučení pro akcie Fortuny jsme dali v březnu do revize poté, co firma oproti očekávání uvedla, že nebude platit dividendy letos ani v roce 2017. Letošní výkonnost ceny akcií je ale slušná (zatím +5 %), protože nad zklamáním z dividend mírně převážilo nečekané zlepšení výsledků hospodaření v závěru roku 2015. Očištěná EBITDA za loňský rok tak nakonec meziročně stagnovala, přičemž management dříve odhadoval propad až o 25-30 % y/y. To stálo i za zlepšením našich prognóz hospodaření firmy a za růstem cílové ceny oproti poslednímu ocenění z loňského srpna. V horizontu naší prognózy nyní čekáme pozvolný růst zisků a návrat k vyplácení zajímavých dividend od roku 2018, protože v té době by Fortuna již mohla být v čisté hotovostní pozici.

Investiční doporučení: Z fundamentálního pohledu je podle našeho názoru Fortuna silná. Firma se může chlubit dlouhodobě poměrně stabilní ziskovostí a je zatížena jen malým dluhem. Na základě našich prognóz jsou akcie relativně levné jak ve srovnání s konkurenčními tituly, tak vůči své vlastní historii. Z našeho pohledu je ovšem otázkou, zda budou investoři ochotni platit za akcie Fortuny takové násobky zisků jako v minulosti i v současné době, kdy firma nevyplácí žádné dividendy. Tato situace zřejmě bude trvat ještě skoro dva roky. Zároveň vnímáme určitou nejistotu ohledně toho, zda investované peněžní prostředky v letošním a příštím roce (do nových produktů, případně do akvizic) přinesou adekvátní zvýšení zisků v budoucnu. Z těchto důvodů je náš aktuální výhled pro akcie Fortuny neutrální.

Cílová cena a doporučení: Po aktualizaci našich prognóz **stanovujeme roční cílovou cenu na 96 CZK za kus** (do 10. března byla cílová cena 79 CZK), což znamená růstový potenciál 12 % (v ročním horizontu nečekáme žádnou dividendu). **Naše doporučení pro akcie Fortuny je nyní „držet“** (do 10. března „koupit“).

Hlavní rizika proti našemu doporučení vnímáme v případném dalším růstu zdanění hazardu, v nejistotě ohledně výše investičních výdajů a v případné neochotě vedení společnosti opětovně zavést zajímavou dividendovou politiku.

Očekávané události: Kompletní výsledky hospodaření za letošní první pololetí budou oznámeny 25. srpna.

Data o akciích

RIC FOREsp.PR	Bloom FOREG CP
52týdenní rozmezí	56 - 105
Tržní kap. (CZK mld.)	4,4
Tržní kap. (EUR mil.)	162
Volně obchod. (%)	33
Výkon (%)	1m 3m 12m
Akcie	-4,3 -14,2 -12,7
Relativně k PX	0,4 -14,5 3,0

Zdroj: Bloomberg

Finanční údaje

	2015	2016e	2017e	2018e
Tržby (mil. EUR)	102,8	104,0	108,9	116,2
Provozní marže (%)	26,0	22,9	22,2	21,7
Čistý zisk (mil. EUR)	19,5	13,4	13,1	13,5
Zisk na akcii (EUR)	0,38	0,26	0,25	0,26
Dividenda na akcii (EUR)	0,00	0,00	0,18	0,19
Úrokové krytí (x)	10,3	9,5	9,1	9,7
Výplatní poměr (%)	0,0	0,0	70,0	75,0
Čistý dluh/vl.kapitál (%)	14,7	7,0	-1,0	-0,8

Ukazatele

	2015	2016e	2017e	2018e
P/E (x)	8,4	12,2	12,5	12,7
Cena/volný cash flow	8,2	31,1	22,1	14,6
Dividendový výnos (%)	0,0	0,0	5,6	5,9
P/účetní hodnota (x)	3,20	2,54	2,11	2,10
P/tržby (x)	1,59	1,57	1,51	1,48
EV/tržby (x)	1,7	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA (x)	6,4	7,0	6,8	6,8
EV/IC (x)	3,7	3,0	2,6	2,5

Poslední analýza a komentář:

<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=12826>
http://trading.kb.cz/CommentsAnalysis/Detail/013_vysl
 edky fortuny za q1 16

SOCIETE
GENERALE
GROUP



Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz

Výsledky za rok 2015

Výsledky za loňský rok předčily očekávání, zklamaly ale komentáře k dividendám.

Fortuna zveřejnila 10. března **výsledky hospodaření za loňský rok**, které **byly na provozní úrovni mírně lepší, než se čekalo**. EBITDA upravená o jednorázové položky nakonec meziročně stagnovala, což překonalo lednový výhled managementu (pokles o 3-6 % y/y, což bylo velkým zlepšením oproti prvotnímu výhledu). Čistý zisk za loňský rok nečekaně prudce stoupl, hlavním rozdílem oproti odhadům ale byl jednorázový příjem z odložené daně v Polsku ve výši 3,5 mil. EUR. Po očištění o tuto položku by čistý zisk meziročně stagnoval na 16,0 mil. EUR, což bylo jen lehce nad tržním konsensem.

Výsledky Fortuny za rok 2015

mil. EUR	2014	2015	změna	odhad KB	konsensus
přijaté sázky	672,4	847,7	26%	846,9	845,2
hrubé výhry	132,6	147,4	11%	147,4	147,5
tržby	97,0	102,8	6%	103,1	-
EBITDA	27,8	27,2	-2%	26,4	26,5
provozní zisk	23,4	22,6	-3%	21,8	-
čistý zisk	15,9	19,5	23%	15,5	15,9

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, průzkum Reuters

Ještě větší pozornost než na samotné výsledky zřejmě byla upřena na komentáře managementu k dividendám. Firma dříve platila štědré dividendy, od loňského dubna ale byla dividendová politika v revizi. **Fortuna uvedla, že dividendy nebude platit letos ani v roce 2017, což bylo velkým zklamáním**. K dalšímu přehodnocení dividendové politiky má dojít až po skončení příštího roku. V reakci jsme dali do revize naši cílovou cenu (do té doby 79 Kč na akcii) i doporučení „koupit“, které od vydání v srpnu 2015 přineslo zisk přes 60 %.

Provozní výsledky za Q1 16

Částečné výsledky za Q1 16 byly poměrně slabé, celoroční výhled ale zůstal zachován.

5. května Fortuna zveřejnila **částečné výsledky za Q1 16**, které **přinesly větší pokles ziskovosti, než se čekalo**. Za tím stálo několik faktorů: mimo jiné zvýšení hazardní daně v ČR s dopadem přibližně 0,5 mil. EUR, zhoršené marže kvůli nepříznivým výsledkům sportovních zápasů během února a plánovaný růst nákladů. Provozní náklady se meziročně zvedly celkem o 2,3 mil. EUR (+13 % y/y), a to především kvůli zvýšení personálních výdajů. Fortuna ovšem nezměnila svůj výhled celoroční EBITDA, a proto cena akcií klesla jen mírně.

Výsledky Fortuny za Q1 16

mil. EUR	Q1 15	Q1 16	změna	odhad KB	konsensus*
přijaté sázky	199,3	251,7	26,3%	238,2	242,3
hrubé výhry	35,4	38,1	7,6%	38,5	37,8
EBITDA	7,4	4,6	-37,1%	5,5	5,2

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. *průměrný odhad v průzkumu agentury Reuters

Odhady pro celý rok 2016

Letošní pokles EBITDA odhadujeme v souladu s očekáváním managementu.

Spolu se zveřejněním výsledků za rok 2015 management Fortuny uvedl, že letos čeká firma pokračování růstu objemu přijatých sázek na přibližně 1,01 mld. EUR. **EBITDA by měla klesnout o 10-15 %** z důvodu růstu zdanění hazardu v ČR (dopad zhruba 2 mil. EUR), zrušení manipulačního poplatku na Slovensku a dalších investic do rozvoje společnosti. EBITDA by tak měla dosáhnout přibližně 23,1-24,5 mil. EUR. Investiční výdaje Fortuny by pak letos měly dosáhnout 11-13 mil. EUR oproti loňským 8,8 mil. EUR.

V květnu Fortuna tento výhled potvrdila. Ve zbývajících třech kvartálech by tak měla EBITDA celkem dosáhnout 18,5-19,9 mil. EUR, což by oproti loňskému roku znamenalo v nejhorším případě snížení o 4 % y/y, v nejlepším případě růst o 3 % y/y.

Naše odhady jsou v souladu s očekáváním managementu. Předpovídáme však meziroční pokles EBITDA blíže dolní hraně cílového pásma. Tabulka níže ukazuje, že ziskovost Fortuny by měla být výrazně vyšší ve druhém pololetí. To není nic neobvyklého; např. loni dosáhla EBITDA za H1 jen 9 mil. EUR, zatímco v H2 zhruba 17,8 mil. EUR. Připomeňme, že loňský čistý zisk ovlivnila jednorázová položka z Polska; za rok 2016 tak čekáme jen 16% pokles očištěného zisku.

Odhad výsledků Fortuny v roce 2016

mil. EUR	H1 16e	H2 16e	2015	2016e	změna y/y
přijaté sázky	517,1	520,7	847,7	1 037,8	22,4%
hrubé výhry	75,1	85,4	147,4	160,6	8,9%
EBITDA	7,5	16,4	26,8	23,9	-10,8%
čistý zisk	3,5	10,0	19,5	13,4	-31,2%
očištěný čistý zisk	3,5	10,0	16,0	13,4	-16,1%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

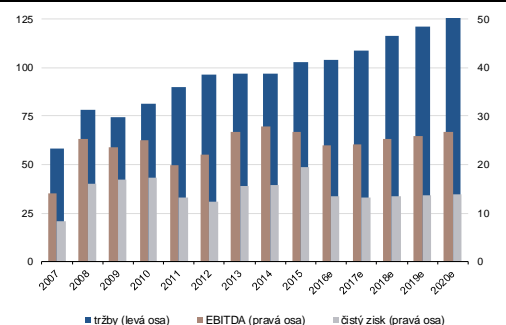
Dlouhodobé odhady

Dlouhodobě čekáme pozvolný růst zisků Fortuny.

V následujících letech od Fortuny očekáváme pozvolný růst zisků.

Tržby by se podle našich odhadů mohly v letech 2016-20 zvýšit průměrně o 5 % p.a., a to díky pokračujícímu růstu aktivity sázkařů z titulu rozmachu online a live sázení i díky novým produktům. EBITDA by pak podle naší prognózy v tomto horizontu rostla o 3 % p.a. a čistý zisk o 1 % p.a. Na pomalejším růstu čistého zisku by se měl projevit mimo jiné růst odpisů dlouhodobého majetku po zvýšených investicích firmy. To by měl částečně kompenzovat pokles úrokových nákladů, protože očekáváme snižující objem dluhu.

Odhady konsolidovaných výsledků (mil. EUR)



Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka *odhady pro roky 2016-20 počítají s novým způsobem vykazování tržeb.

Dividendy a investice

Po roce 2017 by mohl být dividendový výnos okolo 6 %.

Dividendová politika Fortuny zůstává v revizi až do konce roku 2017. Poté věříme, že se firma vrátí k vyplácení atraktivních dividend (dříve bylo zvykem vyplácení 70-100 % ze zisku), což by podle našich prognóz mohlo vzhledem k současné ceně akcií znamenat dividendový výnos okolo 6 %. Nejbližší dividendu by mohla být v souladu s dřívější praxí vyplacena v červnu 2018 (tj. dividendu ze zisku roku 2017).

Dividendy Fortuny

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
čistý zisk (EUR na akcii)	0,30	0,31	0,38	0,26	0,25	0,26	0,26	0,27
dividenda (EUR na akcii)*	0,22	0,00	0,00	0,00	0,18	0,19	0,20	0,21
výplatní poměr	73%	0%	0%	0%	70%	75%	78%	80%
dividendový výnos	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%	5,9%	5,9%	6,0%

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka. *dividenda ze zisku daného roku, vyplacená v následujícím roce

Hlavním důvodem současného přístupu k dividendám jsou zvýšené investice. Navzdory vysokým investičním výdajům by ale firma podle našich odhadů měla být schopná snižovat své zadlužení, jak ukazuje tabulka níže. Příští rok by se Fortuna mohla dokonce dostat do čisté hotovostní pozice.

Investice a zadlužení Fortuny

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
investiční výdaje (mil.EUR)	3,8	8,0	8,8	12,5	11,5	10,0	9,2	7,5
čistý dluh (mil.EUR)	27,1	24,7	7,5	4,5	-0,8	-0,7	-1,1	-3,6
poměr čistého dluhu k EBITDA	1,0	0,9	0,3	0,2	-0,0	-0,0	-0,0	-0,1

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Silná finanční pozice umožňuje akvizice, ty ale v našich prognózách nejsou zahrnuty.

Vzhledem k silné finanční pozici firmy je možné, že Fortuna plánuje významnou akvizici.

Podle komentářů v poslední výroční zprávě by akvizice zřejmě připadaly v úvahu spíše pro rok 2017. Podle našeho názoru by mohlo být jednou z možností převzetí rumunských společností Bet Active Concept a Bet Zone, které jsou součástí majoritního vlastníka Penta. Fortuna již totiž firmám poskytuje svou značku. Poplatky za užívání ochranné známky Fortuně loni přineslo příjem 0,75 mil. EUR, dohoda přitom byla oznámena až v září 2015. V poslední prezentaci k hospodářským výsledkům pak Fortuna uvedla, že velikost regulovaného rumunského trhu s kurzovým sázením je 103 mil. EUR, což je asi polovina velikosti polského trhu (ten loni činil lehce přes 20 % konsolidovaných tržeb Fortuny). Naše současné prognózy zatím žádnou akvizici nezahrnují.

Sektorové a historické srovnání

Akcie Fortuny se v sektorovém srovnání zdají být relativně levné, problémem je však nulová dividendy.

Prozkoumali jsme také srovnání s velkými evropskými sázkovými a loterijními společnostmi. Ukazatele P/E a EV/EBITDA naznačují, že ocenění akcií Fortuny je vůči svému sektoru poměrně atraktivní. **Problémem je však nulový dividendový výnos.** Pokud by firma skutečně začala vyplácet takové dividendy, jak naznačují naše prognózy, mohlo by to vést k posunu ceny akcií směrem vzhůru. Stratégové Sociétés Générales v současné době nemají pro odvětví sázek žádné doporučení.

Sektorové srovnání

Společnost	P/E			Div.výnos (%)			EV/EBITDA		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
888 HOLDINGS PLC	21,0	18,7	16,9	3,4	3,9	4,1	11,8	10,7	9,9
BET-AT-HOME.COM AG	17,1	14,7	12,8	2,9	3,2	2,4	13,0	11,1	9,6
GVC HOLDINGS PLC	17,5	11,8	9,8	0,0	4,9	6,0	10,6	7,9	6,9
LADBROKES PLC	21,4	17,2	14,7	2,4	2,8	3,0	9,0	8,1	7,6
OPAP SA	12,9	12,3	10,7	7,4	7,5	9,1	6,8	6,0	5,3
PADDY POWER BETFAIR PL	31,1	25,2	21,8	1,5	1,9	2,2	22,7	18,9	16,2
UNIBET GROUP PLC-SDR	20,5	18,7	18,1	3,5	3,8	3,7	14,9	13,9	13,6
WILLIAM HILL PLC	13,4	11,9	11,3	3,9	4,2	4,5	8,7	8,3	8,1
sektorový medián	19,0	15,9	13,8	3,1	3,8	3,9	11,2	9,5	8,9
Fortuna (odhad KB)	12,2	12,5	12,7	0,0	5,6	5,9	7,0	6,8	6,8
prémie (diskont)	-36%	-22%	-7%	-	-32%	-34%	-37%	-29%	-24%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

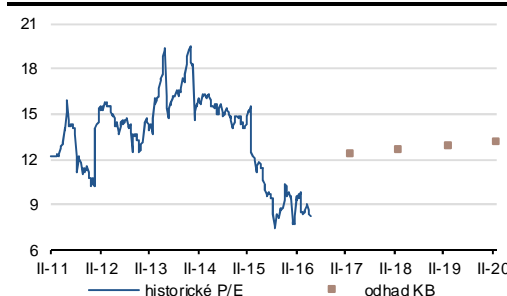
Akcie nyní působí atraktivně i ve srovnání se svými historickými násobky.

Akcie Fortuny se podle našeho názoru obchodují na atraktivních úrovních nejen ve srovnání se sektorem, ale i s vlastní historií. Grafy na následující straně ukazují historický vývoj obchodních násobků P/E a EV/EBITDA i očekávané násobky na základě současné ceny akcií a našich odhadů pro zisky a zadlužení v letech 2016-20. Očekávané násobky P/E jsou v průměru zhruba o 6 % nižší než historický průměr, násobky EV/EBITDA dokonce zhruba o 19 %.

Grafy naznačují poměrně velký růstový potenciál pro cenu akcií. Z našeho pohledu **je však otázkou, zda budou investoři ochotni za akcie Fortuny platit po dobu nulových dividend**

takové násobky jako v minulosti. Připomeňme, že v letech 2011-14 dosahoval dividendový výnos nejméně 6 %. V květnu 2013 firma oznámila, že vedle podílu na zisku roku 2012 vyplatí i velkou mimořádnou dividendu, což tehdy v součtu znamenalo dividendový výnos skoro 15 %.

P/E: historické násobky a naše odhady



EV/EBITDA: historické násobky a naše odhady



Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika pro akcionáře

Mezi hlavní rizika pro akcionáře podle nás patří regulace a úspěšnost investic nebo případných akvizic.

- **Sázení je regulované odvětví.** V budoucnu nelze vyloučit nepříznivá rozhodnutí regulačních orgánů. Zdanění sázení se může zvýšit ještě více než nyní předpokládáme, a to zejména proto, že vlády potřebují snižovat rozpočtové schodky. Možnosti sázkových společností v oblasti reklamy jsou navíc v některých zemích omezeny.
- **Konkurence je velmi silná na trhu on-line sázení,** což by mohlo snížit budoucí marže ještě výrazněji, než nyní očekáváme.
- **Investice do nových produktů nemusí přinést očekávané výnosy.** Investiční výdaje Fortuny jsou výrazně vyšší, než kolik bylo zvykem před několika lety. Není jisté, že nové produkty (např. online kasino) budou finančně výhodné. Expanzi Fortuny do oblasti loterií lze s odstupem času hodnotit spíše neúspěšně. Původní očekávání z let 2010-11 se totiž nezdařilo naplnit, a to hlavně kvůli nečekaně rychlému vzpamatování se Sazky (dominantní hráč na českém loteriím trhu).
- **Případná nevýhodná akvizice.** Vzhledem k našim projekcím cash flow a neochotě firmy platit dividendy se domníváme, že Fortuna vážně uvažuje o větší akvizici. Taková transakce by mohla mít výrazně pozitivní ale i negativní vliv na budoucí hodnotu firmy.
- **Vývoj loterijního projektu může být méně úspěšný, než odhadujeme.** Loterie by v budoucnu mohla dosahovat nižších než očekávaných zisků nebo být delší dobu ve ztrátě. Vysoká výhra v některé z loterijních her může ohrozit ziskovost společnosti.
- **Selhání systému risk managementu může mít významný dopad na finanční výsledky Fortuny.** Úspěch sázkové společnosti závisí na jeho systému řízení rizik. Fortuna je tedy závislá na svých klíčových zaměstnancích.
- **Spolehlivost předpovědí managementu.** Fortuna na konci roku 2014 vyměnila vrcholový management a komentáře nového vedení k výhledu pro rok 2015 se ukázaly být značně nepřesné. Management nejprve čekal meziroční pokles očištěné EBITDA o 20-25 %, poté jej zhoršil na 25-30 % y/y, aby v lednu 2016 výhled radikálně zlepšil na pokles o 3-6 % y/y. Očištěná EBITDA za loňský rok nakonec meziročně stagnovala. Investoři na jednu stranu oceňují informace o aktuálním očekávání managementu, podle našeho názoru by ale raději viděli stabilitu v odhadech.

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 96 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2020. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci roku 2015 (poslední kompletně zveřejněné výsledky) za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 6,80 % (v poslední analýze 6,47 %) a dlouhodobé růstové míry 1 %. Tato míra je nižší než obvyklá míra 2-3 %, protože se obáváme, že přesun sázení z poboček na internet povede v budoucnu k dalšímu snížení marží společnosti. Výpočet WACC i další parametry ocenění ukazuje tabulka na následující straně.

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 103 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny dále zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value. **Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie Fortuny na 96 CZK** (fair value mínus 7,5 %).

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG aktuálně nemá pro sázkový sektor žádné doporučení.
- **Atraktivita společnosti (-5 %):** Vedle diskontu za nízkou likviditu negativně zohledňujeme také pokračující nejistotu ohledně budoucí dividendové politiky a určitou nepřesnost managementu při předpovídání výsledků hospodaření, což podle našeho názoru zvyšuje volatilitu akcií.
- **Spekulativní potenciál (-2,5 %):** V sektorovém srovnání se sice zdají být akcie Fortuny spíše podhodnocené, v jejich neprospěch ale hovoří nulová dividendy. Tento argument z našeho pohledu v současné době hledání co nejvyššího výnosu převažuje.

Výpočet cílové ceny Fortuna

Kalkulace požadované výnosové míry	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
bezriziková sazba	1,0%	1,7%	2,1%	1,7%	2,1%
beta	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
riziková premie	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
náklady vlastního kapitálu	6,1%	6,8%	7,2%	6,8%	7,2%
váha dluhu	3%	0%	0%	0%	0%
náklady dluhu (po dani)	3,2%	3,7%	4,0%	3,7%	4,0%
WACC (vážené náklady kapitálu)	6,1%	6,8%	7,2%	6,8%	7,2%
ocenění modelem DCF (mld.Kč)	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
provozní zisk	19,2	18,8	19,2	19,2	19,3
- daně	-3,9	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0
NOPLAT	15,3	15,0	15,2	15,2	15,3
+ odpisy	4,7	5,4	6,1	6,7	7,4
- kapitálové investice	-12,5	-11,5	-10,0	-9,2	-7,5
+/- změna pracovního kapitálu	-2,2	-1,4	-0,2	-0,4	-0,3
FCFF (volný cash flow)	5,3	7,4	11,2	12,4	14,9
současná hodnota volného cash flow	5,0	6,6	9,3	9,7	10,9
současná hodnota cash flow do r.2020	41,5				
Současná hodnota cash flow po r.2020	166,1				
čistý dluh	-7,5				
odhad hodnoty vlastního kapitálu	200,1				
počet akcií (mil.)	52,0				
kurz CZK/EUR za rok	27,0				
fair value z DCF modelu (Kč na akcii)	104				
sektorová atraktivita	0,0%				
atraktivita společnosti	-5,0%				
spekulativní potenciál	-2,5%				
cílová cena (Kč na akcii)	96				

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje a poměrové ukazatele

Ocenění	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E (x)	13,2	10,4	10,2	8,4	12,2	12,5	12,7	13,0	13,3
Cena/cash flow (x)	18,2	8,6	10,9	5,3	-17,0	-28,8	-19,6	-26,3	-79,3
Cena/volný cash flow (x)	9,8	10,3	8,9	8,2	31,1	22,1	14,6	13,2	11,0
Price/book value (x)	3,3	6,1	5,5	3,2	2,5	2,1	2,1	2,1	2,1
EV/výnosy (x)	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4
EV/EBITDA (x)	7,9	7,1	6,6	6,4	7,0	6,8	6,8	6,8	6,7
Dividendový výnos, brutto (%)	21,4	7,0	0,0	0,0	0,0	5,6	5,9	5,9	6,0
zisk na akcii (EUR)	0,24	0,30	0,31	0,38	0,26	0,25	0,26	0,26	0,27
Hrubá dividendy	0,67	0,22	0,00	0,00	0,00	0,18	0,19	0,20	0,21
Výkaz zisků a ztrát (EUR mil.)									
Výnosy	96,2	97,1	109,6	102,8	104,0	108,9	116,2	121,3	125,8
EBITDA	22,1	26,7	28,4	26,8	23,9	24,1	25,3	25,9	26,7
Depreciace a amortizace	3,7	3,7	4,3	4,2	4,7	5,4	6,1	6,7	7,4
Provozní výsledek	18,4	23,0	24,1	22,6	19,2	18,8	19,2	19,2	19,3
Čistý úrokový výnos	-2,3	-2,0	-2,7	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,4
Vykázaný čistý zisk	12,3	15,6	16,0	19,5	13,4	13,1	13,5	13,7	13,8
Peněžní toky (EUR mil.)									
EBITDA	22,1	26,7	28,4	26,8	23,9	24,1	25,3	25,9	26,7
Změna pracovního kapitálu	1,8	-2,7	2,6	6,4	-2,2	-1,4	-0,2	-0,4	-0,3
Jiné provozní CF	-0,4	4,3	-1,0	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Provozní CF	23,5	28,3	29,9	32,3	21,5	22,5	24,9	25,3	26,2
Čisté kapitálové výdaje	-3,7	-3,8	-8,0	-8,8	-12,5	-11,5	-10,0	-9,2	-7,5
Investiční CF	-5,5	-0,2	-6,9	-14,4	-20,4	-17,7	-13,9	-11,6	-7,6
CF z financování	-2,9	-1,8	0,0	16,2	-4,9	-4,9	-14,1	-15,0	-15,5
Čistá změna hotovosti	15,1	26,4	23,0	34,1	-3,8	0,0	-3,1	-1,3	3,2
Rozvahové položky (EUR mil.)									
Dlouhodobá aktiva	64,9	60,0	62,3	68,0	76,0	82,2	86,2	88,7	88,9
Z toho nehmotná aktiva	58,9	55,3	54,2	60,1	67,9	74,1	78,0	80,4	80,5
Čistý pracovní kapitál	-5,8	-6,1	-8,5	-14,2	-11,8	-10,1	-9,7	-9,1	-8,5
Vlastní kapitál	49,0	26,8	29,9	51,0	64,4	77,6	81,9	85,4	88,6
Čistá hotovost (záporná čísla = zadlužení)	-10,2	-27,1	-24,7	-7,5	-4,5	0,8	0,7	1,1	3,6
Ziskovost									
ROIC (%)	29,4	38,7	40,6	38,8	29,9	27,3	24,7	22,8	22,2
ROE (%)	25,8	41,3	56,5	48,2	23,3	18,5	16,9	16,3	15,9
Marže									
EBITDA marže (%)	22,9	27,5	25,9	26,0	22,9	22,2	21,7	21,4	21,2
Provozní marže (%)	19,1	23,7	21,9	22,0	18,5	17,2	16,5	15,8	15,3
Dynamika									
Růst výnosů (%)	7,1	0,8	12,9	-6,2	1,2	4,7	6,7	4,4	3,8
Růst EBITDA (%)	10,7	20,8	6,4	-5,8	-10,8	1,1	4,6	2,6	3,2
Růst provozního zisku (%)	10,0	24,8	4,6	-6,2	-14,9	-2,3	2,1	-0,1	0,7
Růst vykázaného čistého zisku (%)	-6,9	26,8	2,3	22,0	-31,2	-2,2	2,9	1,2	1,1
Růst zisku na akcii (%)	-6,9	26,8	2,3	22,0	-31,2	-2,2	2,9	1,2	1,1
Financování									
Čistý dluh/vlastní kapitál	20,8	101,3	82,7	14,7	7,0	-1,0	-0,8	-1,3	-4,1
Úrokové krytí (x)	4,9	8,5	8,4	10,3	9,5	9,1	9,7	11,4	12,3
Výplatní poměr (%)	282,8	73,3	0,0	0,0	0,0	70,0	75,0	77,5	80,0

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu

Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové

Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akcioví analytici

Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz

Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz

David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz

Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland
Jarosław Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janecki@sgcib.com

Head of Research of Rosbank
Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG
Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG

Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom

Simona Tamas
(40) 213 014 472
simona.tamas@brd.ro

Akciový analytik

Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH

Head of Global Economics
Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Euro area

Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com

North America

Brian Jones
(1) 212 278 69 55
brian.jones@sgcib.com

Asia Pacific

Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Korea

Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com

Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com

Aneta Markowska
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com

China

Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com

India

Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz

Yacine Rouimi
(33) 1 42 13 84 04
yacine.rouimi@sgcib.com

United Kingdom

Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com

Japan

Takuji Aida
(81) 3 5549 5187
takuji.aida@sgcib.com

Inflation

Hervé Amourda
(91) 80 2808 6779
herve.amourda@sgcib.com

Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com

Latin America

Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com

Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com

SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS

Global Head of Research
Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com

Head of Fixed Income & Forex Strategy

Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com

Fixed Income

Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com

Rahul Desai
(44) 20 7676 7904
rahul.desai@sgcib.com

Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com

Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com

Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com

Head of US Rates Strategy

Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com

Jean-David Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@sgcib.com

Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com

Jason Simpson
(44) 2076767580
jason.simpson@sgcib.com

Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com

Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com

Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com

Foreign Exchange

Jason Daw
(65) 63267890
jason.daw@sgcib.com

Sébastien Galy
(1) 212 278 7644
sebastien.galy@sgcib.com

Olivier Korber (Derivatives)
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com

Head of Emerging Markets Strategy

Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com

Amit Agrawal
(91) 80 6758 4096
amit.agrawal@sgcib.com

Roxana Hulea
(44) 20 7676 7433
roxana.hulea@sgcib.com

Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com

Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com

Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com

Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com

David Hok
(44) 20 7676 7970
david.hok@sgcib.com

Bernd Berg
(44) 20 7676 7791
bernd.berg@sgcib.com

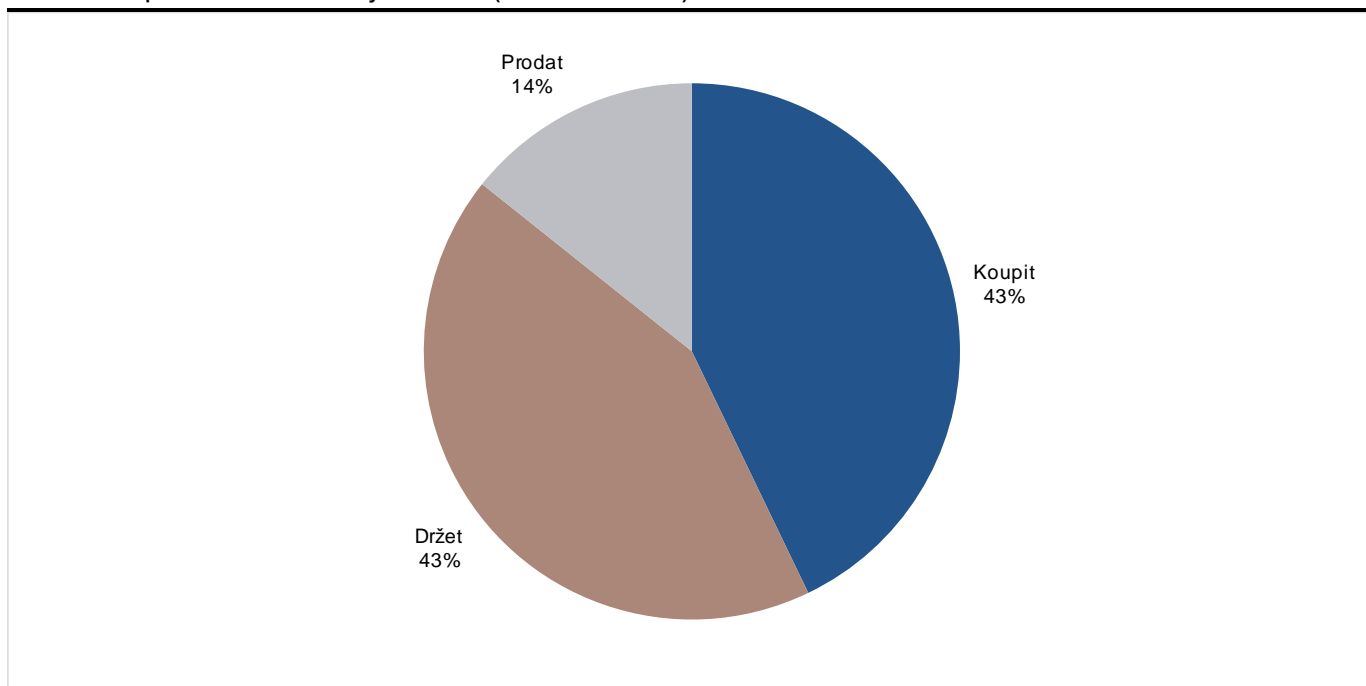
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odrazilo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (7 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 20. květnu 2016)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

	ČEZ	O2 CR	CME	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*									
Doporučení	koupit	držet	držet	koupit	prodat	koupit	konec pokrývání n/a	držet	konec pokrývání n/a
Cílová cena	CZK 420	CZK 260	USD 2,5	CZK 11890	-	CZK 800		CZK 96	
Datum	12/2/16	22/3/16	12/8/15	2/9/15	11/12/15	3/12/15	23/4/15	20/5/16	16/4/15
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)									
Doporučení	koupit	koupit			prodat	prodat		v revizi	
Cílová cena	CZK 608	CZK 251			v revizi	CZK 819		v revizi	
Datum	18/9/15	12/11/15			13/5/15	11/9/15		10/3/16	
Doporučení		v revizi				v revizi		koupit	
Cílová cena		v revizi				v revizi		CZK 79	
Datum		1/6/15				27/8/15		28/8/15	
Doporučení						držet		v revizi	
Cílová cena						CZK 792		v revizi	
Datum						21/5/15		27/8/15	
Doporučení								prodat	
Cílová cena								CZK 90	
Datum								22/5/15	
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ano	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty									
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny,								
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoli investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>