

Znalecký posudek

Ocenění VESTAR GROUP a.s.

Zhotovitel: PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o.

Zadavatel: VESTAR GROUP a.s.

Datum ocenění: 30. září 2023

Datum vydání posudku: 20. listopadu 2023

Číslo znaleckého posudku: 335-11/2023

Zapsáno v elektronickém registru posudků pod číslem: 069828/2023

Obor a odvětví znaleckého úkolu: Ekonomika, oceňování obchodních závodů

Výtisk č. 1/3

Obsah

Zadání znaleckého posudku	3
1 Obecné předpoklady a omezení	4
2 Standard hodnoty	5
Podklady pro ocenění	6
Nález	7
3 Předmět ocenění	8
4 Finanční plán	11
5 Makroekonomický rámec	15
6 Analýza odvětví	18
Posudek a odůvodnění	19
7 Metodika ocenění	20
8 Ocenění - výnosový přístup	21
9 Ocenění - přístup tržního srovnání	25
10 Shrnutí ocenění a kontrola postupu	26
Závěr	28
11 Odpověď na znaleckou otázku	29
12 Znalecká doložka	30
Přílohy	31
Seznam zkratk	41

Zadání znaleckého posudku

Zadavatel	VESTAR GROUP a.s. zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 1079, se sídlem Rozvadov č.p. 7, 348 06 Rozvadov, IČ 263 62 686 (dále také „Zadavatel“, „VG“ nebo „Společnost“).
Zhotovitel	PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o. zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 43246, se sídlem Hvězdova 1734/2c, PSČ 140 00, Praha 4, IČ 610 63 029 (dále také „my“, „Zhotovitel“ nebo „PwC“).
Předmět a účel ocenění	<p>Vyrozuměli jsme, že akcionáři VG plánují vložit 60 % akcií VG do holdingové společnosti VESTAR GROUP Holding a.s. (dále také „VGH“).</p> <p>Pro účely této transakce (dále také „Transakce“) byl Zhotovitel na základě smlouvy o poskytování služeb ze dne 23. října 2023 pověřen Zadavatelem stanovit tržní hodnotu 60% podílu na vlastním kapitálu VG podle ustanovení § 251 Zákona o obchodních korporacích 90/2012 Sb., v platném znění (dále také „Ocenění“). Výstupem Ocenění je výhradně tato zpráva o ocenění ve formě znaleckého posudku (dále také „Posudek“).</p>
Odborná otázka	<i>„Stanovte tržní hodnotu 60 % akcií společnosti VESTAR GROUP a.s. ke dni 30. září 2023 pro účely vkladu akcií společnosti VESTAR GROUP a.s. do vlastního kapitálu společnosti VESTAR GROUP Holding a.s.“</i>
Datum ocenění	30. září 2023

Zadání znaleckého posudku

Obecné předpoklady a omezení

Informace uvedené v tomto Posudku mohou být důvěrného charakteru nebo charakteru obchodního tajemství. Zadavatel byl na tuto skutečnost upozorněn a je si vědom povinnosti interně projednat zveřejnění jakýchkoli částí tohoto Posudku.

Tento Posudek nesmí být rozmnožován ani zpřístupněn žádné jiné osobě bez našeho výslovného písemného souhlasu. Písemný souhlas Zhotovitele není nutný při poskytnutí Posudku osobám, které mají oprávnění nahlédnout do Posudku vyplývající ze zákonů či jiných předpisů platných na území České republiky.

Pro VG ani pro nás není možné s jistotou posoudit důsledky války vedené Ruskou federací proti Ukrajině (dále jen „válka“) na Společnost, a to jak z hlediska délky trvání současné krize, tak z hlediska jejího dopadu na průběh podnikání. VG bude pravděpodobně čelit významným obchodním problémům (i) konkrétně má-li provozy, zákazníky nebo dodavatele v zemích aktuálně zasažených válkou a/nebo (ii) v důsledku přijatých vládních opatření nebo opatření, která teprve mohou být přijata, v důsledku války (jako jsou sankce). Dále, potenciální širší ekonomické a obchodní dopady války nelze předvídat. Společnost upravila své krátkodobé projekce, aby se pokusila ukázat možný výsledek. Avšak zdůrazňujeme, že potenciální odchylka mezi předpokládanými a skutečnými výsledky bude pravděpodobně podstatně větší, než by tomu mohlo být historicky. Nepřebíráme žádnou odpovědnost za dosažení předpokládaných výsledků.

V žádném případě Posudek nesmí nikdo použít jako podklad k jakémukoli jinému než vymezenému účelu.

Tento Posudek byl vypracován za následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- Zhotovitel Ocenění neprovedl žádnou formu auditu ani jiné formální šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti podkladů poskytnutých Zadavatelem;

- PwC v žádném případě neposkytuje žádná prohlášení a nenesou žádnou zodpovědnost s ohledem na přesnost nebo úplnost jakýchkoli informací, které jsou získány od Zadavatele nebo z jiných citovaných zdrojů;
- Finanční výkazy Společnosti zobrazují věrně a poctivě její celkové hospodaření a stav majetku;
- Rovněž se předpokládá, že informace z jiných zdrojů jsou věrohodné a nebyly ve všech případech ověřovány;
- PwC zpracovala Ocenění na základě podmínek na trhu v době jeho zpracování a neodpovídá za případné změny podmínek na trhu, ke kterým by došlo po předání Posudku;
- Z podstaty oceňování vyplývá, že jej nelze považovat za exaktní vědní obor a že učiněné závěry jsou v řadě případů nutně subjektivní a závislé na úsudku jednotlivce;
- Za skutečnosti právního charakteru nepřebíráme žádnou zodpovědnost; a
- V rámci Ocenění jsme dne 10. listopadu 2023 provedli místní šetření v sídle Společnosti v Rozvadově.

Pokud nebyl Zadavatelem doložen opak:

- Předpokládá se chování a jednání Společnosti, jejích orgánů a odpovědných vedoucích pracovníků v souladu se všemi platnými právními předpisy a převzatými závazky;
- Předpokládá se odpovědné vlastnictví a správa vlastnických práv.

PwC je na Zadavateli nezávislá, nemá a nebude v ní mít majetkovou účast a veškerou činnost při zpracování Ocenění vykonává zcela nezávisle. Honorář za vypracování Ocenění byl určen dohodou se Zadavatelem a nezávisí na obsahu oceňovací zprávy, ani jejích závěrech.

Toto Ocenění musí být posuzováno jako celek. Hodnocení jednotlivých částí Posudku odděleně by mohlo vést k zavádějícím závěrům.

Zadání znaleckého posudku

Standard hodnoty a definice základních pojmů

Nepřetržitě trvání (tzv. *going-concern princip*)

Ocenění vychází z předpokladu nepřetržité existence Společnosti (z angličtiny „going-concern premise“), tedy, že Společnost bude pokračovat v provozní činnosti do budoucna a její budoucí fungování není bezprostředně ohroženo. Tento předpoklad se vztahuje k existenci nehmotných elementů, které jsou následkem takových faktorů, jako je zaškolená pracovní síla, výrobní prostředky, nezbytné systémy nebo pracovní postupy či licence.

Standard hodnoty

Pro účel tohoto Posudku, kterým je odhad tržní hodnoty Společnosti, vycházíme z Mezinárodních oceňovacích standardů IVS, vydání roku 2022 (dále také „IVS 2022“), které definují koncept tzv. tržní hodnoty (z angličtiny „Market Value“). Tržní hodnotu standardy definují jako: *„odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.“*

Tržní hodnota je teoretickým konceptem a skutečná tržní cena se může od předpokládané tržní hodnoty lišit. Tento rozdíl může být způsoben řadou faktorů, jako jsou podmínky na trhu a skupinové psychologické chování subjektů, jež na něm působí, motivace a strategie prodávajícího a kupujícího, míra obchodovatelnosti daného majetku a vyjednávací schopnosti příslušných stran. „Tržní hodnota je nejpravděpodobnější cena přiměřeně dosažitelná na trhu k datu ocenění v souladu s definicí tržní hodnoty. Jedná se o nejlepší cenu přiměřeně dosažitelnou prodávajícím a nejvýhodnější cenu přiměřeně dosažitelnou kupujícím. Tento odhad výslovně vylučuje možnost navýšení nebo snížení odhadované ceny na základě zvláštních podmínek nebo okolností, například atypického financování, ujednání o prodeji a zpětném pronájmu, zvláštních zřetelů nebo ústupků ze strany jakékoli osoby zapojené do prodeje nebo jakéhokoli prvku hodnoty, který je dostupný pouze určitému vlastníku nebo kupci.“

Podklady pro ocenění

Komentář PwC – V tomto Ocenění jsme vycházeli z informací a údajů, jež nám poskytli zástupci Společnosti (“Management”) a jež jsme získali z veřejně dostupných zdrojů v období od 23. října 2023 do 13. listopadu 2023.

Informace poskytnuté Zadavatelem zahrnovaly zejména:

- Rozvaha a obratová předvaha VG na nekonsolidované bázi k datu 30. září 2023;
- Rozvaha a obratová předvaha společnosti King's Entertainment a.s. („KE“), dceřiné společností VG, k datu 30. září 2023;
- Rozvaha a obratová předvaha společnosti King's slots s.r.o., dceřiné společností VG, k datu 30. září 2023;
- Historické finanční výkazy společností VG a KE;
- Finanční plán společností VG a KE na roky 2024-2026. Pro naše Ocenění jsme uvažovali pouze plány do konce roku 2024, jelikož plány na roky 2025-2026 představovaly pesimistický pohled na hospodaření společností VG a KE. Plány na roky 2025-2026 byly vypracovány pouze pro potřeby diskuze s bankami, aby Společnost prokázala, že i v případě pesimistického vývoje svého podnikání je schopna dostát svým potenciálním závazkům; a
- Přehled majetku společností VG a KE k datu 30. září 2023.

Informace získané z veřejných zdrojů:

- Auditovaná výroční zpráva VG a KE k datu 31. prosince 2022;
- Finanční data srovnatelných veřejně obchodovaných společností a data o realizovaných transakcích se společnostmi působícími v obdobném odvětví jako oceňovaná Společnost získaná z databáze S&P Capital IQ a Mergermarket;
- Makroekonomická data převzatá z České národní banky, Mezinárodního měnového fondu a Economist Intelligence Unit;
- Webové stránky České národní banky, <https://www.cnb.cz>;
- Webové stránky Ministerstva financí České republiky, <https://www.mfcr.cz>;
- Tržní studie společností Colliers a Cushman & Wakefield;
- Zpráva o hazardním hraní v České republice 2023, Úřad vlády České republiky;
- Tržní studie společnosti EGBA - European Online Gambling Key Figures 2022 Edition;
- Tržní studie společnosti The Business Research Company - Eastern Europe Gambling Market Briefing 2023; a
- Tržní studie společnosti The Business Research Company - Global Gambling Market Briefing 2023.

Obecně jsou tyto zdroje považované za věrohodné a v praxi se běžně používají. Věrohodnost těchto zdrojů nicméně nebyla ověřována jiným způsobem.



Nález

Nález	7
3 Předmět ocenění	8
3.1 Analýza finanční pozice	9
3.2 Analýza finanční výkonnosti	10
4 Finanční plán	11
5 Makroekonomický rámec	15
6 Analýza odvětví	18

Předmět ocenění

VESTAR GROUP a.s.

Společnost VESTAGR GROUP a.s. byla založena v roce 2003. V červnu téhož roku společnost VG otevřela King's kasino v Rozvadově. Během následujících 18 let společnost VG kasino rozšířila a koupila i postavila několik hotelů, aby pokryla rostoucí poptávku zákazníků po vícedenních pobytech a poskytla i ubytování pro rostoucí počet zaměstnanců.

V prosinci roku 2011 koupila společnost VG kasino Admiral, které se nachází přes ulici od kasina King's, a které obsluhuje převážně místní zákaznickou základnu.

V roce 2018 byly dokončeny investice do rozšíření pokerové arény kasina King's a otevření nově postaveného 5 hvězdičkového hotelu, čímž vznikl King's Rezort, který zastřešuje mimo hotely také wellness a restauraci.

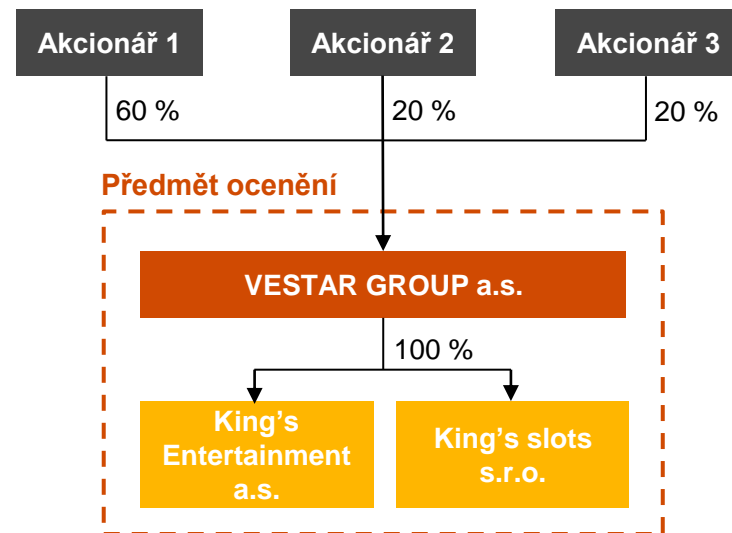
King's Entertainment a.s.

Společnost KE, která je 100% dceřinou společností VG, byla založena v roce 2004 a je provozovatelem kasina King's a Admiral. Od března roku 2020 má KE 10 letou smlouvu na provoz kasina King's Prague, které se nachází v pražském hotelu Hilton. V loňském roce navštívilo kasina KE přes 452 tisíc hráčů.

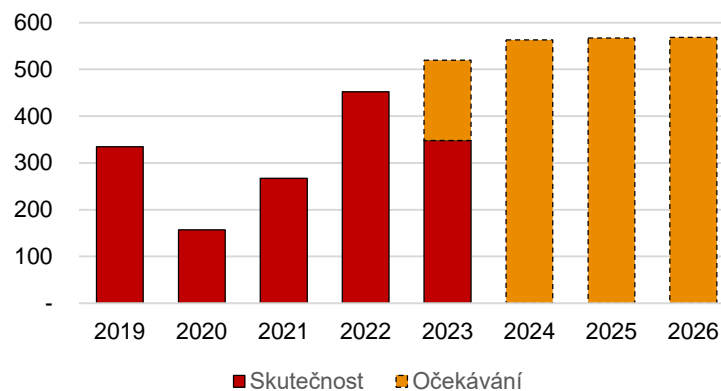
Společnost KE pořádá významné mezinárodní pokerové turnaje jako World Series of Poker Europe (WSOPE) nebo European Poker Tour (EPT).



Komentář PwC – společnost King's slots s.r.o. je mikro účetní jednotkou bez vlastní podnikatelské aktivity. Hodnotu King's slots s.r.o. jsme tak uvažovali ve výši účetní hodnoty vlastního kapitálu.



Počet návštěvníků kasin KE (v tis.)



Zdroj: Management

Rozvaha – VESTAR GROUP

Nekonsolidovaně

VESTAR GROUP a.s.

V tis. Kč	31.12.2022	30.9.2023
Software	22 944	11 170
Goodwill	-315	-281
Stavby	853 493	1 104 221
Stroje a zařízení	118 378	118 043
Pozemky	142 810	44 127
Umělecká díla	4 475	4 475
Pořízení majetku	185 502	23 793
Ostatní dlouhodobý majetek	3 592	2 220
Finanční investice	221 167	195 040
Dlouhodobá aktiva	1 552 047	1 502 807
Zásoby	10 369	10 369
Pohledávky z obchodního styku	20 411	25 944
Zálohy poskytnuté / (přijaté)	5 229	19 783
Ostatní pohledávky	34 673	27 186
Závazky z obchodního styku	-35 776	-25 601
Ostatní závazky	-4 029	-532
Zaměstnanci - pohledávky / (závazky)	-6 779	-9 047
Závazek z daně z příjmu	-7 010	1 753
Ostatní daňové pohledávky / (závazky)	3 237	10 991
Časové rozlišení aktiv / (pasiv)	1 802	-6 564
Čistý pracovní kapitál	22 126	54 281
Peníze	35 035	4 545
Dlouhodobé pohledávky / (závazky)	6	13 912
Poskytnuté / (přijaté) půjčky	-458 340	-1 047 189
Čistý dluh	-423 299	-1 028 731
Odložená daňová pohledávka / (závazek)	-1 709	-1 709
Čistá aktiva	1 149 165	526 648

Znalecký posudek
PwC

Zdroj: Management

Dlouhodobý hmotný majetek

Většinu dlouhodobého hmotného majetku tvoří pozemky a budovy kasin a hotelů. Budovy kasin VG pronajímá společnosti KE. Ostatní majetek představuje vybavení hotelů a dopravní prostředky. VG vlastní i několik luxusních vozů, které byli pro účely ocenění považovány za neprovozní majetek. VG dále vlastní helikoptéru Bell, kterou do King's kasina dopravuje VIP hráče. Na základě diskuze s Managementem jsme helikoptéru považovali za provozní majetek. Podíly v dceřiných společnostech představují podíl v KE a Kings's slots s.r.o., a v roce 2022 i King's shops s.r.o. (společnost King's shops byla během roku 2023 vyčleněna ze skupiny VG).

Čistý pracovní kapitál

Společnost provozuje svoji podnikatelskou činnost s kladným provozním kapitálem (3,2 % z tržeb ke konci roku 2022), který je složen ze standardních položek pro společnost tohoto typu.

Čistý dluh

Externí financování VG je založeno na půjčkách od spřízněných společností (včetně KE), soukromých osob a menšinově i od bankovní instituce. Během roku 2023 bylo Společnosti splaceno zhruba 548 mil. Kč od spřízněné společnosti West Bohemia Development Company s.r.o. Do čistého dluhu zahrnujeme rovněž položky vnitroskupinových půjček poskytnutých VG, které považujeme za neprovozní.



20. listopadu 2023

Výkaz zisků a ztrát – VESTAR GROUP

Nekonsolidovaně

VESTAR GROUP

V tis. Kč	FY22	9m23
Tržby - hotel & pronájem	272 214	204 592
Hotel	120 553	77 409
Pronájem kasina	99 884	84 663
Ostatní	51 777	42 520
Tržby - služby	224 242	137 875
Servisní poplatek	151 200	88 154
Prodej jídla a nápojů	73 042	49 721
Ostatní tržby	28 801	16 520
Přímé náklady	-147 305	-117 440
Nepřímé náklady	-228 346	-188 404
Osobní a agenturní náklady	-104 196	-103 539
Nájem	-13 480	-12 404
Marketing	-8 873	-4 284
Právní a účetní služby	-17 445	-6 147
Ostatní služby a údržba	-10 528	-7 986
Ostraha	-16 613	-17 288
Dopravní prostředky	-11 391	-5 557
Ostatní	-45 820	-31 199
EBITDA	149 606	53 144
<i>EBITDA marže (%)</i>	<i>28,5%</i>	<i>14,8%</i>

Zdroj: Management

Tržby

- Společnost VG vlastní a provozuje hotely v Rozvadově. VG dále vlastní budovy kasin King's a Admiral, které pronajímá společnosti KE. Ostatní tržby v sekci „hotel & pronájem“ se týkají především vstupného do kasina (10 EUR na osobu, průměrně však ~4 EUR na osobu jelikož pravidelní návštěvníci mají často vstup zdarma).
- Největší podíl tržeb společnosti VG tvoří tzv. servisní poplatek – jedná se cca 10 % ze vstupního poplatku na pokerové turnaje. Výše těchto tržeb je tedy přímo závislá na velikosti a četnosti turnajů. Významná část tržeb je pak tvořena z prodeje jídla a nápojů. Ostatní tržby představují prodej zboží.

Přímé náklady

- Přímé náklady představují nákup jídla a nápojů. Dále pak nákup materiálu a energií.

Nepřímé náklady

- Nepřímé náklady jsou primárně za zaměstnanci a agenturními pracovníky. Ostatní náklady zahrnují náklady cestovné, pojištění, náklady na reprezentaci apod.
- Rozumíme, že některé náklady jsou přefakturovávány mezi VG a KE, a to vždy v příslušné poměrné výši a bez jakékoliv přirážky. Jedná se o služby typu ostraha, účetní služby apod.

Finanční plán – VESTAR GROUP

Nekonsolidovaně

Komentář PwC – Finanční plán do konce roku 2024 jsme převzali od Managementu. Plán na další roky byl sestaven na základě tržních trendů a diskuse s Managementem.

VESTAR GROUP

V tis. Kč	10-12/23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
Tržby - hotel & pronájem	89 714	314 786	320 417	327 634	335 825	342 541
Hotel	43 453	132 002	132 954	135 879	139 276	142 061
Pronájem kasina	28 221	125 254	128 260	131 082	134 359	137 046
Ostatní	18 040	57 530	59 203	60 673	62 190	63 434
Tržby - služby	84 632	231 393	237 684	243 642	249 733	254 728
Servisní poplatek	62 121	154 361	158 382	162 352	166 411	169 739
Prodej jídla a nápojů	22 511	77 032	79 302	81 290	83 323	84 989
Ostatní tržby	5 168	24 791	25 268	25 687	26 329	26 856
Přímé náklady	-50 392	-174 836	-179 032	-182 971	-187 545	-191 296
Nepřímé náklady	-73 939	-277 004	-283 652	-289 892	-297 140	-303 083
Osobní a agenturní náklady	-39 523	-138 000	-141 312	-144 421	-148 031	-150 992
Nájem	-4 557	-14 400	-14 746	-15 070	-15 447	-15 756
Marketing	-2 700	-9 600	-9 830	-10 047	-10 298	-10 504
Právní a účetní služby	-2 380	-9 600	-9 830	-10 047	-10 298	-10 504
Ostatní služby a údržba	-2 515	-10 800	-11 059	-11 303	-11 585	-11 817
Ostraha	-6 267	-24 000	-24 576	-25 117	-25 745	-26 259
Dopravní prostředky	-654	-16 800	-17 203	-17 582	-18 021	-18 382
Ostatní	-15 343	-53 804	-55 095	-56 307	-57 715	-58 869
EBITDA	55 183	119 130	120 685	124 100	127 202	129 746
<i>EBITDA marže (%)</i>	<i>30,7%</i>	<i>20,9%</i>	<i>20,7%</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,8%</i>

Zdroj: Management

Obecné

Očekává se, že v během roku 2024 dojde k naplnění kapacity hotelů VG, tj. ve finančním plánu se neuvažuje s žádným organickým růstem. Hotely jsou zpravidla nejvíce obsazené od pátku do pondělí, po zbytek týdne je obsazenost výrazně nižší.

Tržby

Plán tržeb po roce 2024 vycházel z následujících předpokladů:

- Počet návštěv hotel; VG bude po roce 2024 na stabilní úrovni;
- Konstantní počet pokojů hotelu (441) s průměrnou obsazeností 56 %;
- Průměrná denní sazba za pokoj v roce 2024 je 60 EUR. Dále se uvažuje s jejím růstem pouze na úrovni výhledu inflace;
- Servisní poplatek v roce 2024 je 16 EUR za osobu. Dále se uvažuje s jeho růstem pouze na úrovni výhledu inflace; a
- Vstupní poplatek do kasina v roce 2024 je 10 EUR. Dále se uvažuje s jeho růstem pouze na úrovni výhledu inflace. 55 % vstupů je uvažováno bez poplatku.

Přímé a nepřímé náklady

Uvažuje se růst na úrovni inflace.

Rozvaha – King's Entertainment

King's Entertainment

V tis. Kč	31.12.2022	30.9.2023
Software	275	92
Stavby	66 930	68 668
Stroje a zařízení	12 588	14 827
Ostatní dlouhodobý majetek	17 829	17 633
Pozemky	13 890	13 890
Umělecká díla	333 138	323 138
Pořízení majetku	3 911	1 771
Oceňovací rozdíl	20 825	19 550
Dlouhodobá aktiva	469 385	459 569
Pohledávky z obchodního styku	2	1 168
Zálohy poskytnuté / (přijaté)	-39 602	-35 606
Ostatní pohledávky	-102 555	20 836
Závazky z obchodního styku	-31 196	-21 014
Ostatní závazky	-322 896	-346 351
Zaměstnanci - pohledávky / (závazky)	-15 522	-27 879
Závazek z daně z příjmu	-100 056	-26 065
Ostatní daňové pohledávky / (závazky)	-144 047	-143 838
Časové rozlišení aktiv / (pasiv)	-3 545	7 240
Čistý pracovní kapitál	-759 417	-571 509
Peníze	204 605	307 324
Dlouhodobé pohledávky / (závazky)	30 173	165 780
Poskytnuté / (přijaté) půjčky	225 502	-3 903
Čistý dluh	460 280	469 202
Čistá aktiva	170 249	357 261

Zdroj: Management

Dlouhodobý hmotný majetek

Největší položkou hmotného majetku tvoří umělecká díla – celkem 57 děl od známých malířů a sochařů. Obrazy i sochy jsou vystaveny v King's kasinu v Rozvadově. Nemovitosti představují převážně bytové jednotky v Rozvadově, které jsou pronajímány zaměstnancům.

Čistý pracovní kapitál

KE provozuje svoji podnikatelskou činnost s výrazně záporným pracovním kapitálem (-35,8 % z tržeb ke konci roku 2022). Záporný pracovní kapitál je z důvodů ostatních závazků, které představují konta hráčských účtů. Pohledávky z obchodního styku jsou na minimální úrovni, což odpovídá povaze podnikání KE – naprostá většina transakcí je hrazena okamžitě.

Čistý dluh

Z důvodu minimálních pohledávek z obchodního styku má KE vysoký objem peněžních prostředků v hotovosti a na bankovních účtech, což opět odpovídá povaze podnikání KE.

Dlouhodobé pohledávky a půjčky představují závazky finančního charakteru k spřízněným i nespřízněným společnostem (včetně VG) a soukromým osobám.



Výkaz zisků a ztrát – King’s Entertainment

King’s Entertainment

V tis. Kč	FY22	9m23
Celkové tržby	1 588 815	1 370 698
Živé hry	596 968	505 417
Automaty	798 299	804 766
Poker	145 280	13 638
Ostatní	48 268	46 877
Daň z hazardních her	-459 931	-413 335
Přímé náklady	-30 855	-21 691
Nepřímé náklady	-519 348	-455 376
Osobní náklady	-183 086	-204 545
Nájem	-126 854	-107 594
Marketing	-15 319	-7 494
Technická podpora automatů	-76 104	-71 901
Ubytování hráčů	-25 353	-13 970
Ostatní	-92 633	-49 872
EBITDA	578 680	480 295
<i>EBITDA marže (%)</i>	<i>36,4%</i>	<i>35,0%</i>

Zdroj: Management

Tržby

- Největší část tržeb pochází z výherních automatů. K Datu ocenění měla společnost KE 684 výherních automatů (King’s – 362, Admiral – 282, King’s Prague – 40). Od roku 2024 bude platit v Praze zákaz výherních automatů. To by ovšem nemělo mít výrazný vliv na tržby King’s Prague, jelikož dané kasino se soustředí především na herní turnaje.
- Druhá největší část tržeb je z tzv. „živých her“, tj. především z karetých her (55 %) a rulet (43 %). King’s kasino disponuje 25 stoly na karetň hry (Ultimate Texas Hold’em, Black Jack, Punto Banko, Ruský Poker) a 17 stoly na americkou (2) a evropskou* (15) ruletu.
- Tržby z pokeru (cash games) tvořily v roce 2022 zhruba 9 % z celkových tržeb, nicméně pokerové turnaje jsou pro King’s velmi důležité. Jakmile hráč z turnaje vypadne, věnuje se ostatním hrám které kasino nabízí. Pokerové turnaje tak mají pozitivní vliv na tržby z automatů i živých her.
- Ostatní tržby představují spropitné a tržby z partnerských pokerových webových stránek.

* V evropské ruletě je pro hráče větší šance na výhru.

Daň z hazardních her

- Pro výherní automaty je v ČR daň ve výši 35 % z tržeb. Pro poker a živé hry ve výši 23 %, od roku 2024 pak 30 %.

Nepřímé náklady

- Nepřímé náklady představují zejména osobní náklady a nájem. V rámci velkých turnajů pak KE poskytuje významným hráčům ubytování zdarma, případně další benefity. Ostatní náklady zahrnují IT, licence, cestovné, pojištění, náklady na reprezentaci apod. Dosahovaná EBITDA marže je vyšší, než je pozorováno na trhu (interkvartilové rozpětí u porovnatelných společností je 16,0 % - 32,5 %).

Finanční plán – King's Entertainment

Komentář PwC – Finanční plán do konce roku 2024 jsme převzali od Managementu. Plán na další roky byl sestaven na základě tržních trendů a diskuse s Managementem.

King's Entertainment

V tis. Kč	10-12/23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
Celkové tržby	619 180	2 255 227	2 388 605	2 495 015	2 571 640	2 623 073
Živé hry	222 500	1 173 415	1 242 891	1 298 474	1 338 464	1 365 233
Automaty	294 600	933 623	991 350	1 035 684	1 067 581	1 088 932
Poker	78 000	112 189	118 364	123 657	127 466	130 015
Ostatní	24 080	36 000	36 000	37 200	38 130	38 893
Daň z hazardních her	-172 225	-712 449	-755 349	-789 128	-813 432	-829 700
Přímé náklady	-5 930	-34 767	-35 601	-36 644	-37 560	-38 311
Nepřímé náklady	-184 893	-650 644	-683 840	-716 089	-743 568	-766 192
Osobní náklady	-86 454	-277 234	-293 630	-306 710	-316 130	-322 453
Nájem	-36 298	-150 316	-153 924	-157 310	-161 243	-164 468
Marketing	-3 060	-21 600	-29 956	-38 669	-47 461	-56 162
Technická podpora automatů	-24 270	-100 464	-102 875	-105 138	-107 767	-109 922
Ubytování hráčů	-9 315	-30 000	-30 720	-31 396	-32 181	-32 824
Ostatní	-25 496	-71 031	-72 735	-76 866	-78 787	-80 363
EBITDA	256 132	857 367	913 815	953 153	977 081	988 870
<i>EBITDA marže (%)</i>	<i>41,4%</i>	<i>38,0%</i>	<i>38,3%</i>	<i>38,2%</i>	<i>38,0%</i>	<i>37,7%</i>

Zdroj: Management

Nepřímé náklady

- Růst osobních nákladů po roce 2024 se uvažuje na úrovni růstu celkových tržeb;
- U ostatních nepřímých nákladů se uvažuje růst na úrovni inflace. Jedinou výjimku tvoří náklady na marketing, kde uvažujeme, že jejich procentuální podíl na tržbách bude růst o 0,3 procentního bodu ročně v souladu se strategií Managementu přilákat bonitnější hráče a zvyšování ARPU.

Obecné

Očekává se, že v během roku 2024 dojde k naplnění kapacity kasin KE, tj. ve finančním plánu se neuvažuje s žádným dodatečným růstem v podobě vyšší návštěvnosti, ale pouze s růstem průměrné útraty na zákazníka (ARPU).

Tržby

Plán tržeb po roce 2024 vycházel z následujících předpokladů:

- Počet návštěv King's, Admiral a Hilton bude stabilní na úrovni ca 570 tis. ročně;
- ARPU v roce 2024 je na úrovni 162 EUR (nárůst o 6,3 % oproti roku 2023). Růst ARPU bude konvergovat k inflačnímu růstu a dosáhne úrovně 187 EUR v roce 2028; a
- Relativní podíl jednotlivých zdrojů tržeb zůstane nezměněný.

Daň z hazardních her

Uvažuje se na procentuální úrovni z roku 2024, kde je již zohledněn nárůst na 30 % u živých her a pokeru.

Přímé náklady

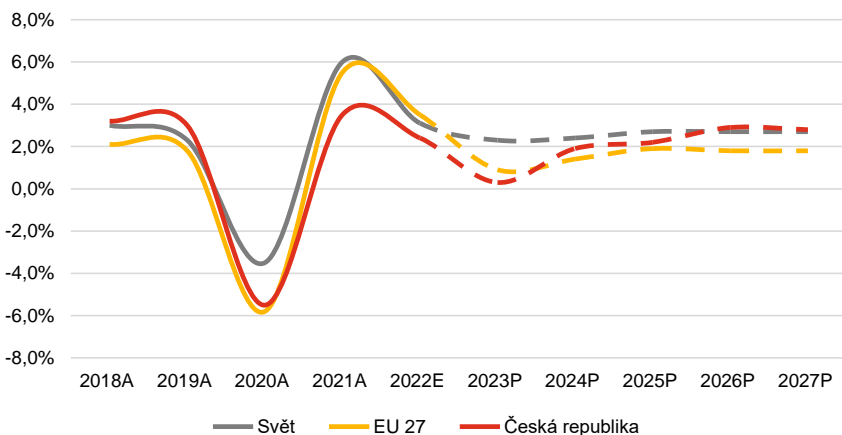
Uvažuje se růst na úrovni inflace.

Makroekonomický rámec

Komentář PwC - K Datu ocenění se ekonomika vzpamatovává z vysoké inflace v roce 2022. V průběhu Q3-2023 již byla dosažena jednociferná výše meziroční inflace. Dle predikcí ČNB je robustnější hospodářský růst očekáván až od roku 2024, kdy by se měla zlepšovat kondice ekonomiky eurozóny a kdy spolu s poklesem inflace posílí i spotřeba českých domácností.

Vývoj HDP

Po silném růstu českého HDP o 2,4 % v roce 2022 je podle Economist Intelligence Unit („EIU“) výhled na rok 2023 výrazně slabší. EIU pro ČR zaregistrovalo v Q2 2023 pokračující stagnaci se slabším čtvrtletním růstem o 0,1 %. Pro tento rok 2023 je odhadovaný jen velmi malý růst HDP o 0,3 %. Z dostupných predikcí vyplývá, že HDP v ČR vzroste v roce 2024 o 1,9 % a v roce 2025 o 2,2 %. V následujících letech by měl být růst stabilní, mírně pod 3,0 %. Růst HDP v ČR byl v roce 2022 podle Ministerstva financí ČR tažen investicemi do fixního kapitálu a zesílenou akumulací zásob. Výdaje domácností klesly i přes řadu stimulačních opatření, zejména kvůli růstu životních nákladů a zpřísnění měnové politiky. V roce 2023 EIU očekává další snížení reálné spotřeby domácností. V EU EIU předpokládá, že růst HDP bude v prognózovaném období 2023-2027 kolísat mezi 0,9 % a 1,8 %.

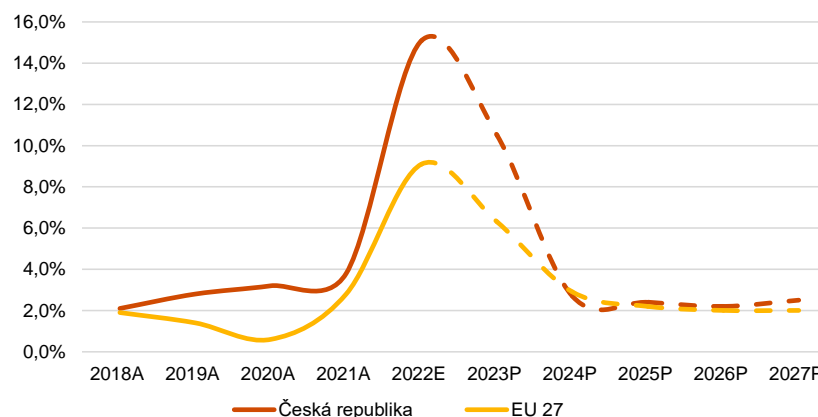


Zdroj: EIU, analýza PwC

Vývoj inflace

Odhad míry inflace v České republice pro rok 2023 je podle EIU 10,5 %. V následujících letech EIU očekává pokles inflace na 2,7 % v roce 2024, 2,4 % v roce 2025, v roce 2026 pokles na 2,2 % a v posledním prognózovaném roce 2027 mírný růst na 2,5 %. Vysoká míra inflace působí negativně na ekonomický růst i životní úroveň obyvatel. V průběhu roku 2024 ministerstvo financí již odhaduje pokles meziročního růstu spotřebitelských cen na úroveň horní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle ČNB, tzn. pokles na 2,8 %.

V porovnání s EU je inflace v ČR znatelně vyšší. Pro rok 2023 se předpokládá inflace v EU na úrovni 6,3 %. V dlouhodobém horizontu 2024-2027 se dle EIU dá očekávat v EU nižší inflace než v ČR.



Zdroj: EIU, analýza PwC

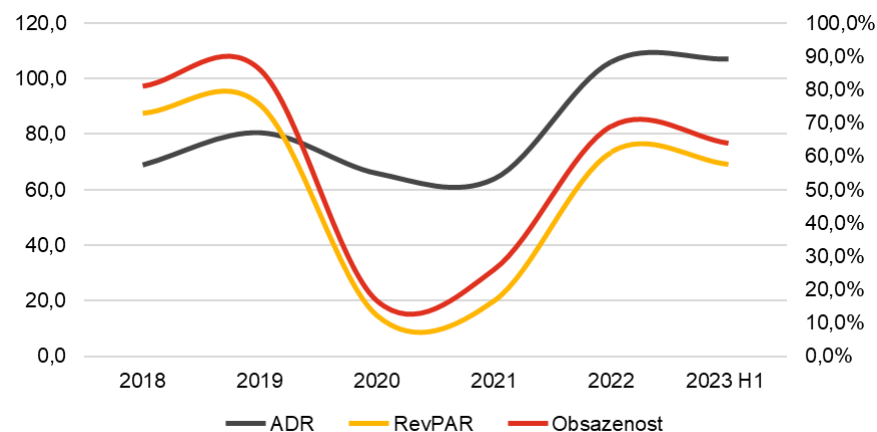
Analýza odvětví: Hotelový průmysl

Vývoj poptávky

Dle analýzy C&W je hlavní město Praha hodnoceno jako druhé nejatraktivnější město pro provozovatele hotelů v regionu CEE. Sektor hotelnictví zaznamenal v posledních letech dynamický vývoj. Počet přenocování v hotelových zařízeních v roce 2019 vystoupal na úroveň 36 mil. Pozitivní trend v roce 2020 narušila pandemie COVID-19, ze které se hotelový trh stále plně nevzpamatoval. V roce 2022 byl počet přenocování na úrovni 31 mil. C&W očekává, že se trh vrátí na předpandemickou úroveň v roce 2024.

Vývoj klíčových ukazatelů

Indikátory RevPAR a obsazenost hotelů se ani v 1. polovině roku 2023 nevrátili na předpandemickou úroveň roku 2019. RevPAR se v současné době pohybuje na úrovni 69 EUR a obsazenost na úrovni 64 %. ADR se jako jediný klíčový indikátor pohybuje nad úrovní roku 2019 (107 EUR oproti 69 EUR).



Zdroj: C&W, PwC, Pozn.: RevPAR – tržby na pokoj, ADR – průměrná denní sazba,

Komentář PwC – S výjimkou ADR se k Datu ocenění klíčové ukazatele výkonnosti pražského hotelového trhu pohybují pod předpandemickou úrovní. Skokový nárůst ubytovací kapacity se neočekává. Výnosnost hotelových nemovitostí se nachází nad výnosností ostatních druhů komerčních nemovitostí. Trh by se dle C&W měl na výkonnost roku 2019 vrátit v roce 2024.

Vývoj nabídky

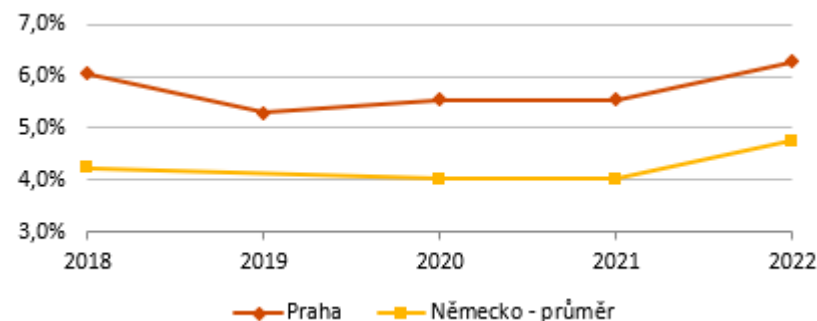
Mezi lety 2017 a 2022 klesala ubytovací kapacita hotelového trhu v Praze průměrným tempem na úrovni CAGR -1,7 %. V následujících letech by nemělo dojít ke skokovému růstu ubytovací kapacity v Praze.

Z průzkumu C&W vyplývá, že 28 % ze 140 projektů v Praze bylo pozastaveno nebo zpožděno. Projekty se zpožďují především kvůli nárůstu stavebních nákladů a problémům s financováním v důsledku vysokých úrokových sazeb.

Kapitalizační míra (yield)

Yield hotelů se v současné době nachází nad yieldem na trhu s kancelářskými nemovitostmi, které spolu s maloobchodními a skladovými prostory představují dominantní objem investic v České republice.

Hotelový yield



Zdroj: C&W, Colliers, analýza PwC

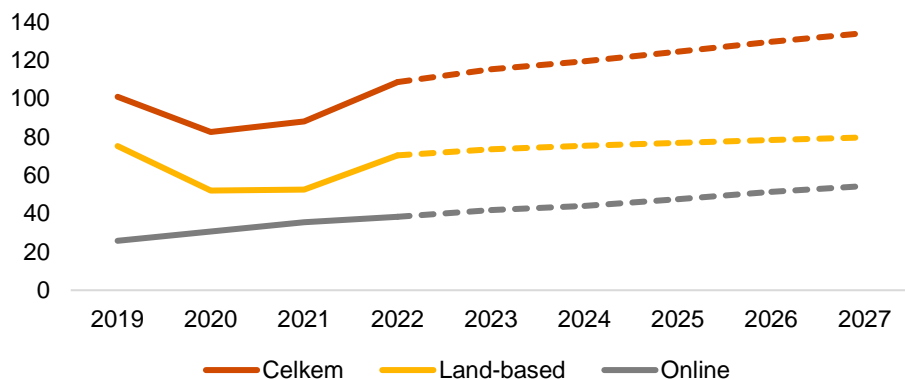
Analýza odvětví: Trh s hazardními hrami (1/2)

Prognóza a velikost východoevropského trhu

Východní Evropa představovala v roce 2022 pátý největší region na trhu s hazardními hrami a dosahovala hodnoty 7,3 mld. USD, což představuje 1,8 % celosvětového trhu s hazardními hrami. Očekává se, že hodnota trhu hazardních her pro východní Evropu během následujících let vzroste na hodnotu 13,2 mld. USD v roce 2027 při CAGR 12,6 %. Česká republika byla v roce 2022 největší zemí na trhu s hazardními hrami ve východní Evropě s ročním obrátem 2,10 mld. USD. Dále pak následovalo Polsko a Rumunsko s obrátem 1,53 mld. USD, respektive 1,27 mld. USD.

Příjmy z hazardního trhu v Evropě (v mld. EUR)

Hrubé příjmy z hazardních her se na evropském trhu v roce 2022 stabilizovaly a dosáhly úrovně 108,5 mld. EUR, což je 8% nárůst ve srovnání s úrovněmi před pandemií v roce 2019 a 23% nárůst ve srovnání s rokem 2021. Tento růst byl způsoben především



Zdroj: EGBA report 2022, PwC

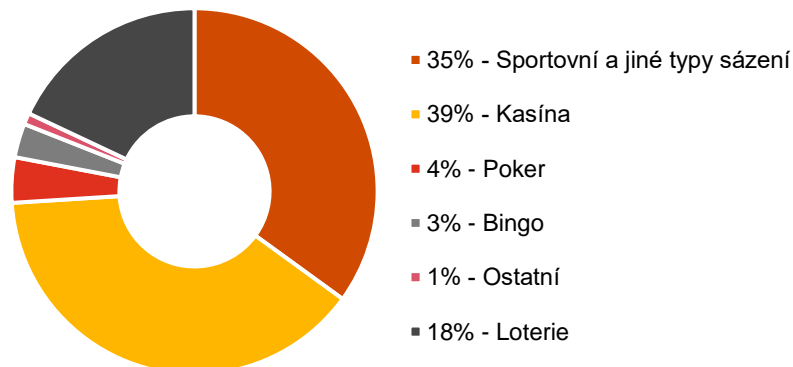
Komentář PwC – Regulace hazardního trhu napříč Evropou roste a státy čím dál tím více omezují možnosti vstupu zahraničních společností. On-shore trh v posledních letech posiluje a off-shore trh se postupně dostává na okraj. Dle EGBA má v roce 2026 podíl příjmů z on-shore trhu činit téměř 89 % celkových příjmů z hazardního hraní v Evropě. Celosvětově se očekává růst trhu hazardních her z 407,2 mld. USD v roce 2022 na 677,7 mld. USD v roce 2027 při CAGR 10,7 %.

znovuotevřením land-based kasin po skončení pandemie COVID-19, přičemž jejich hrubé příjmy se v roce 2022 zvýšily o 34 % na 70,3 mld. EUR, což představuje 65 % celkových příjmů z hazardních her. Hrubé příjmy z online hazardních her se mezitím zvýšily o 8 % na 38,2 mld. EUR, neboli 35 % celkových hrubých příjmů z hazardních her v Evropě. Lze předpokládat, že příjmy z online hazardních her v dalších letech porostou rychlejším tempem.

Podíl online hazardních her na celkovém trhu s hazardními hrami v jednotlivých státech se liší. Na Kypru a ve Francii* jsou online kasinové hry a poker zakázány, ale oba produkty tvoří dohromady 21 %, respektive 13 %, hrubého příjmu z hazardních her v zemi (vše off-shore).

Typy online hazardních her

V roce 2022 patřilo kasino dle tržeb mezi nejoblíbenější typ online hazardních her v Evropě, dosahovalo 14,9 mld. EUR a představovalo 39 % hrubých příjmů z online hazardních her v Evropě. Sportovní a jiné typy sázení generovaly 13,6 mld. EUR a loterie 6,7 mld. EUR.



Zdroj: EGBA report 2022, PwC

*Ve Francii jsou zakázány pouze online kasinové hry.

Analýza odvětví:

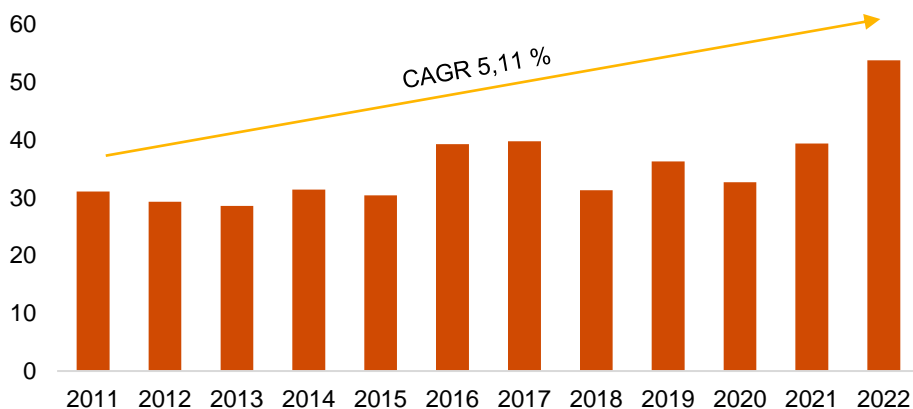
Trh s hazardními hrami (2/2)

Zdanění hazardních her v České republice

Od 1. ledna 2017 jsou zákonem č. 187/2016 Sb., o dani z hazardních her („HH“), stanoveny dvě sazby daně z HH: a) sazba ve výši 35 % pro loterie a technické hry („TH“) a za b) sazba ve výši 23 % pro všechny ostatní. Výnos z daně z HH se dělí mezi obce a stát. U TH v poměru 35:65 ve prospěch obcí, u ostatních her v poměru 70:30 ve prospěch státu. Se schválením vládního konsolidačního balíčku v ČR dojde od 1. ledna 2024 ke zvýšení druhé sazby daně z HH z 23 % na 30 %. Výnos z daně z HH bude nově rozdělen následovně a) z online HH – 100 % státu; b) z land-based HH – 55 % státu, 22,5 % mezi obce dle počtu povolených herních automatů na jejich území a 22,5 % mezi zbývající obce dle počtu obyvatel.

Příjmy z hazardního trhu v ČR v letech 2011 až 2022 (v mld. Kč)

Celkové příjmy z HH v ČR dosahovaly v roce 2022 úroveň 53,8 mld. Kč, což je o 36,5 % více než předchozí rok. Celkem bylo do hry vloženo

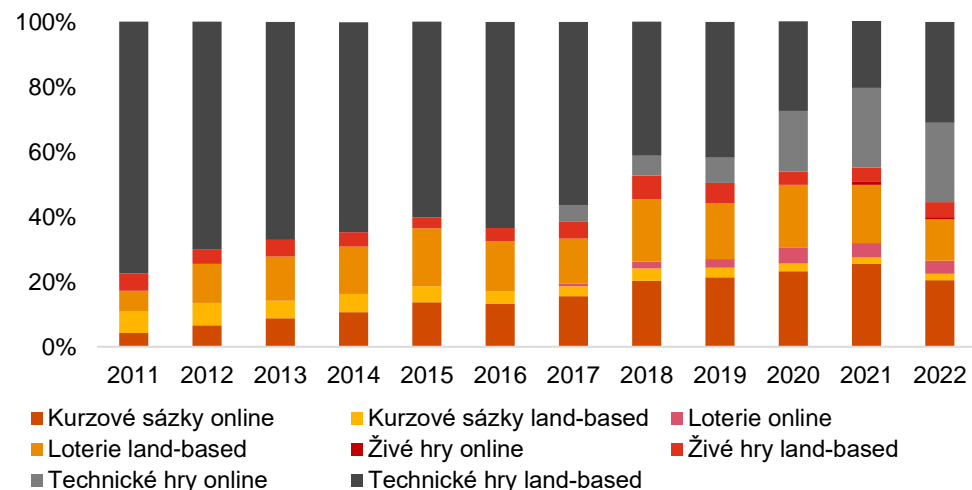


Zdroj: Zpráva o hazardním hraní v ČR 2023, PwC

Komentář PwC – Objem trhu s HH v ČR rostl za posledních 12 let při CAGR 5,11 %. Při pohledu na vývoj podílů jednotlivých typů hazardních her na trhu podle příjmů provozovatelů je patrný dlouhodobý růst podílu technických her online a kurzových sázek online. Od 1. ledna 2024 dojde v souvislosti s konsolidačním balíčkem vlády ČR ke změně daňové sazby HH a ke změně distribuce výnosů z HH.

759,3 mld. Kč a na výhrách vyplaceno 705,5 mld. Kč. V roce 2022 hráči vložili do HH téměř dvojnásobek objemu peněz vložených do her v období pandemie COVID-19. V roce 2022 připadal největší podíl příjmů ze hry stejně jako v minulých letech na TH v prostředí land-based, které tvořily 31,0 % trhu a utržily 16,7 mld. Kč. Druhý největší podíl na trhu připadal poprvé na TH online (24,4 % trhu, 13,2 mld. Kč). Kurzové sázky online utržily 11,0 mld. Kč (tvořily 20,5 % trhu), loterie land-based 6,8 mld. Kč (12,7 % trhu) a živé hry land-based 2,5 mld. Kč (4,6 % trhu). Dlouhodobě narůstá podíl peněz prohraných online, který v roce 2011 nedosahoval ani 5 %. V roce 2019 byl podíl online trhu již třetinový a v roce 2022 pak tvořil online trh s HH 49,7 % příjmů provozovatelů ze hry.

Vývoj podílů typů hazardních her na trhu podle příjmu ze hry mezi lety 2011-2022 (v %)



Zdroj: Zpráva o hazardním hraní v ČR 2023, PwC



Posudek a odůvodnění

Posudek a odůvodnění	19
7 Metodika ocenění	20
8 Ocenění - výnosový přístup	21
8.1 Klíčové předpoklady	22
8.2 Ocenění DCF	24
9 Ocenění - přístup tržního srovnání	25
10 Shrnutí ocenění a kontrola postupu	26

Metodika ocenění

PwC komentář – Pro účely oceňování se běžně zvažují a používají níže popsané oceňovací přístupy. Pro ocenění Společnosti jsme jako hlavní aplikovali výnosový přístup pomocí metody DCF. Jako sekundární přístup jsme zvolil přístup založený na tržním srovnání pomocí EV/EBITDA násobku.

Popis základních oceňovacích metod

Výnosový přístup je založen na principu očekávání. Tento přístup přiřazuje hodnotu budoucím hotovostním tokům, které budou daná aktiva generovat po dobu své životnosti. Nejvíce používanou metodou v rámci tohoto přístupu je metoda diskontovaných peněžních toků (metoda DCF). Při aplikaci této metody se postupuje v několika krocích. Nejdříve se provede projekce hotovostních toků, které budou daná aktiva generovat, což zahrnuje analýzu finančního plánu členěného na provozní výnosy a náklady, analýzu investičních výdajů, odpisů a analýzy požadavků na pracovní kapitál. Druhý krok zahrnuje přepočtení čistých hotovostních toků na jejich současnou hodnotu. Tento postup používá diskontní sazbu, která zohledňuje časovou hodnotu peněz a riziko spojené s danými toky. Hodnota je dána součtem současné hodnoty budoucích hotovostních toků a současné hodnoty pokračující hodnoty.

Přístup založený na tržním srovnání je oceňovací technika, při níž je hodnota odhadována na základě tržních cen nedávných transakcí a kupních cen srovnatelných aktiv, pokud jsou dostupné ke dni provedení ocenění. Přístup v zásadě srovnává a staví do souvislosti předmětná aktiva s jinými podobnými aktivy. Při tomto přístupu se analyzují srovnatelná aktiva. Zároveň musí být srovnatelná aktiva obchodována na likvidním trhu nebo musí být známy údaje o transparentní transakci s těmito aktivy. Poté jsou odhadnuty cenové násobitele, které jsou napojeny na finanční, provozní nebo technické ukazatele analyzovaných aktiv. Tyto násobitelé se pak upravují s cílem zajistit jejich srovnatelnost a aplikují na oceňované aktivum.

Přístup založený na ocenění aktiv (nákladová metoda, substanční metoda, majetková metoda) je oceňovací technika, která využívá koncept reprodukce jako indikátoru tržní hodnoty. Přístup je založen na principu substituce. Uvážlivý investor nezaplatí za daná aktiva více než částku nezbytnou k reprodukci aktiv. Nová reprodukční hodnota proto představuje nejvyšší částku, kterou by uvážlivý investor za aktiva zaplatil. Pokud aktiva, která jsou předmětem ocenění, poskytují nižší užitek než nová aktiva, je hodnota těchto aktiv nižší než nová reprodukční hodnota. Odhadovaná nová reprodukční hodnota je poté upravena o ztráty hodnoty díky fyzickému opotřebení, funkčnímu, nebo ekonomickému zastarávání. Další alternativou k přístupu substanční metodou na principu reprodukčních cen je také metoda účetní hodnoty na principu historických cen.

Výnosový přístup

PwC komentář – Výnosový přístup reprezentovaný metodou DCF vyjadřuje hodnotu podniku na základě současné hodnoty očekávaných peněžních toků, které bude podnik generovat v budoucnu. Tyto peněžní toky jsou diskontovány diskontní mírou (náklady kapitálu), která odráží časovou hodnotu peněz a rizika související s generováním tohoto peněžního toku.

Metoda DCF ve variantě entity (hodnota podniku pro všechny poskytovatele kapitálu) se aplikuje v následujících klíčových krocích:

- 1** odhad budoucího peněžního toku za zvolené projektované období;
- 2** diskontování tohoto peněžního toku na současnou hodnotu požadovanou mírou návratnosti, která zohledňuje riziko jeho dosažení a časovou hodnotu peněz;
- 3** odhad pokračující hodnoty po uplynutí projektovaného období a stabilizaci (terminální období); a
- 4** součet diskontované pokračující hodnoty s hodnotou diskontovaného peněžního toku za projektované období pak vyjadřuje provozní hodnotu podniku. Výsledek ocenění stanovený metodou DCF entity je hodnota podniku náležící všem poskytovatelům kapitálu (také označovaná jako „Enterprise value“ nebo „hodnota podniku z provozu“).
- 5** Hodnota vlastního kapitálu společnosti se rovná:
 - + hodnota podniku z provozu
 - + hodnota všech neprovozních aktiv společnosti
 - hodnota úročených závazků (dluhového financování) společnosti.

Klíčové předpoklady ocenění (1/2)

Komentář PwC – Základním východiskem pro ocenění byl finanční plán, který jsme obdrželi od Managementu.

Oblast	Klíčový předpoklad
Finanční plán	<p>Finanční plány do konce roku 2024 jsme převzali od Managementu. Plány na další roky byl sestaven na základě tržních trendů a diskuse s Managementem. Finanční plány společností VG a KE jsou představeny v Kapitole 4. Výnosy společností VG a KE jsou v naprosté většině v EUR, zatímco náklady v Českých korunách. Diskontní sazbu jsme tak uvažovali ve funkční měně EUR.</p> <p>Z hlediska historické výkonosti, tržní situace v odvětví i ekonomice obecně, našich diskuzí s Managementem a naší analýzy předpokladů Managementu se naplánované výsledky jeví jako dosažitelné. Jsme toho názoru, že se na finanční plány lze pro účely Ocenění spolehnout.</p> <p>Finanční plány VG a KE jsme sečetli na úrovni ukazatele EBITDA, který jsme dále upravili tak, aby odpovídal požadavkům metodiky kalkulace volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele („FCFF“).</p>
Kapitálové investice (CAPEX)	<p>CAPEX v období 10-12/2023 byl uvažován na úrovni odpisů. V dalších letech byl CAPEX uvažován na stejné úrovni (na roční bázi) a navýšen o plánovaný růst tržeb k zajištění růstu. CAPEX byl tedy uvažován na udržovací úrovni, žádné investice spojené s případnou expanzí nebo rozšířením kapacit společností VG nebo KE v našem Ocenění nebyly uvažovány. Výsledný CAPEX je na úrovni cca 2,4 % z konsolidovaných tržeb VG a KE. Interkvartilové rozpětí u porovnatelných společností je 2,5 % - 10,7 % (5 letý průměr).</p>
Odpisy	<p>Odpisy byly vypočteny na základě odpisů současného majetku a budoucích investic.</p>
Čistý pracovní kapitál	<p>Pracovní kapitál byl projektován na základě jeho historického poměru k tržbám k 31. prosinci 2022. Poměry před tímto datem nebyly uvažovány z důvodu jejich ovlivnění pandemií COVID-19. Čistý pracovní kapitál byl vypočten separátně pro VG (3,2 % z tržeb) a KE (-35,8 % z tržeb).</p>
Daň z příjmů právnických osob	<p>Do konce roku byla uvažovaná daň ve výši 19,0 %, od roku 2024 dále pak ve výši 21,0 %. Dle metodologie DCF entity jsme daň počítali z ukazatele EBIT.</p>
Terminální období (1/2)	<p>Na základě naší analýzy finanční pozice, finanční výkonnosti, tržního prostředí a finančního plánu jsme zhodnotili, že Společnost (na konsolidované bázi) naplňuje předpoklad nepřetržitého trvání. Terminální období následuje bezprostředně po roce 2028. Do terminálního období vstupuje Společnost se stabilizovanou strukturou příjmů, ziskovostí a s dlouhodobě udržitelným tempem růstu na úrovni očekávané inflace.</p> <p>Předpokládáme, že tempo růstu v terminálním období bude ovlivněno růstem cenové hladiny na úrovni dlouhodobého inflačního cíle ČNB, tj. 2,0 %. Inflační růst je v souladu s předpokladem investic, které v terminálním období udržují, ale nerozšiřují kapacitu Společnosti.</p>

Klíčové předpoklady ocenění (2/2)

Oblast	Klíčový předpoklad
Terminální období (2/2)	<p>CAPEX v terminálním období je na úrovni roku 2028 navýšeném o 2,0 %, tj. na úrovni cca 2,4 % z konsolidovaných tržeb VG a KE, což umožňuje Společnosti přiměřenou obnovu majetku. Odpisy jsou uvažovány na úrovni 90,7 % z CAPEXu, tento poměr je na základě ustáleného historického poměru odpisů ke CAPEX.</p> <p>Pracovní kapitál byl uvažován ve stejném poměru k tržbám jako v období finančního plánu, tj. 3,2 % z tržeb pro VG a -35,8 % z tržeb KE.</p>
Výpočet terminální hodnoty	<p>Hodnotu volných peněžních toků od roku po roce 2028 jsme vypočetli pomocí tzv. Gordonova růstového modelu, který stanovuje hodnotu v terminálním období při dané diskontní míře a růstu v nekonečném období.</p> <p>Příslušný vzorec perpetuity je:</p> $\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{FCFF v prvním roce terminální fáze}}{(\text{diskontní míra} - \text{terminální růst})}$
Diskontování	<p>Peněžní toky v období Finančního plánu a následujících obdobích diskontujeme jednotnou diskontní mírou odvozenou z průměrných nákladů na kapitál, a to při využití konceptu diskontování v půlce období (tzv. „mid-period convention“). Tento koncept lépe zohledňuje skutečnost, že peněžní toky jsou rovnoměrně rozmístěny po celé období dané periody (roku), tj. v průměru jsou generovány v polovině roku. Diskontní sazba byla stanovena na úrovni 13,4 %. Popis výpočtu diskontní sazby je v uveden v Příloze 2.</p>

Ocenění pomocí metody DCF

Ocenění 100% podílu na vlastním kapitálu Společnosti

V tis. Kč	10-12/23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	TV
EBITDA	311 315	976 497	1 034 500	1 077 253	1 104 283	1 118 616	1 140 988
Daň z příjmu	-56 300	-193 304	-206 566	-214 619	-219 793	-220 900	-225 318
Čistý pracovní kapitál	124 208	94 097	47 422	37 717	26 997	18 051	18 412
CAPEX	-14 283	-63 885	-67 262	-70 033	-72 121	-73 564	-75 035
FCFF	364 939	813 406	808 094	830 317	839 366	842 203	859 048
Terminální hodnota							7 733 003
Diskontní perioda	0,13	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	4,75
Diskontní faktor	0,98	0,91	0,81	0,71	0,63	0,56	0,56
Diskontované peněžní toky	359 363	741 626	651 393	591 737	528 858	469 146	4 307 640
Projektované období	3 342 123						
Terminální období	4 307 640						
Hodnota z provozu	7 649 763						
Čistý dluh	-559 530						
Neprovozní aktiva	460 047						
Kings's slots s.r.o.	59 873						
Tržní hodnota vlastního kapitálu	7 610 155						
Tržní hodnota - zaokrouhleno	7 610 000						

Zdroj: Analýza PwC

Čistá dluh, Neprovozní aktiva a King's slots s.r.o.

- **Čistý dluh** představuje veškeré peníze a přijaté/poskytnuté půjčky a dlouhodobé pohledávky/závazky finančního charakteru.
- **Neprovozní aktiva** jsou aktiva, která nejsou nezbytně nutná pro podnikání VG a KE. Jako neprovozní aktiva byla uvažována umělecká díla (většina děl je oceněna externím znaleckým posudkem) a luxusní vozy.
- **King's slots s.r.o.** nemá žádnou podnikatelskou aktivitu. V jejím majetku je licence na provozování online kasin a poskytnutá vnitroskupinová půjčka. Hodnotu King's slots s.r.o. jsme uvažovali ve výši účetní hodnoty jejího kapitálu.

Analýza senzitivity				
Terminální růst				
		3,0%	2,0%	1,0%
WACC	12,1%	8 904 339	8 308 536	7 820 000
	13,1%	8 082 690	7 610 155	7 215 667
	14,1%	7 408 500	7 026 821	6 703 375

EBITDA

Souhrnná EBITDA společností VG a KE. Terminální růst je na úrovni 2,0 % dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB.

Daň z příjmu

Uvažováno 19 % z ukazatele EBIT v roce 2023, dále pak ve výši 21 % v souladu se schváleným konsolidačním balíčkem.

Pracovní kapitál

Na základě poměru čistého pracovního kapitálu k tržbám k datu 31. prosince 2022.

CAPEX

Byl uvažován pouze udržovací CAPEX dle výše současných odpisů. Růst CAPEXu je stejný jako růst tržeb. Neuvažovali jsme žádný CAPEX pro rozšíření kapacit Společnosti.

Diskontní sazba

Diskontní sazbu jsme uvažovali jako WACC na úrovni 13,1 %. Detailní popis výpočtu diskontní sazby je v uveden v Příloze 2.

Přístup tržního srovnání

Ocenění 100% podílu na vlastním kapitálu Společnosti

EV/EBITDA

- EV/EBITDA vyjadřuje hodnotu podniku v poměru k zisku před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací. Velikost násobku závisí na očekávaném růstu zisku, náročnosti podnikání na kapitálové investice a odhadovaném riziku společnosti

Porovnatelné společnosti

- Tržní přístup založený na směrných veřejných společnostech umožňuje odhadnout hodnotu společnosti podléhající oceňování na základě jejího srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi provozujícími své podnikání ve stejném nebo podobném odvětví. Základním krokem při použití uvedené metody je identifikace takto srovnatelných společností. Přehled porovnatelných společností je uveden v Příloze 3.

Porovnatelné transakce

- Přístup tržního srovnání umožňuje odhadnout hodnotu společnosti podléhající oceňování na základě jejího srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi podnikajícími ve stejném nebo podobném odvětví nebo se společnostmi, které byly předmětem veřejných nebo soukromých transakcí. Přehled porovnatelných transakcí je uveden v Příloze 4.

Násobky

- Násobky přikládáme v tabulce níže.

EV/EBITDA	1. kvartil	Medián	3. kvartil
Porovnatelné společnosti	6,9x	8,1x	13,1x
Porovnatelné transakce	8,9x	9,3x	10,2x

Zdroj: S&P Capital IQ, Mergermarket, Analýza PwC

- EV/EBITDA násobek implikovaný z ocenění metodou DCF je na úrovni 9,1x (uvažujeme EBITDA za rok 2023).

Komentář PwC – Přístup tržního srovnání umožňuje odhadnout hodnotu společnosti podléhající oceňování na základě jejího srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi podnikajícími ve stejném nebo podobném odvětví nebo se společnostmi, které byly předmětem veřejných nebo soukromých transakcí.

Ocenění

- Na základě daných násobků jsme provedli ocenění 100% podílu Společnosti (na konsolidované bázi). Ukazatel EBITDA jsme uvažovali na úrovni za rok 2023. Závěr našeho ocenění přikládáme v tabulce níže.

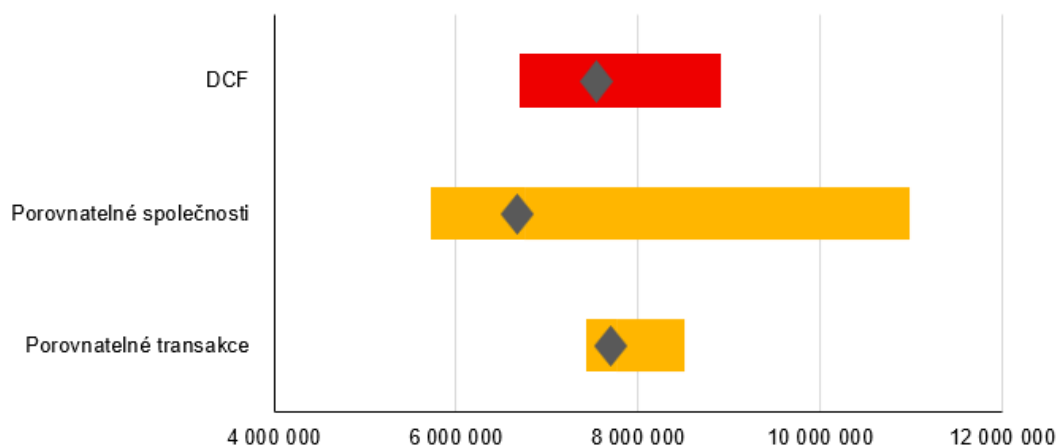
V tis. Kč	1. kvartil	Medián	3. kvartil
Porovnatelné společnosti	5 723 114	6 753 312	10 976 093
Porovnatelné transakce	7 422 461	7 756 689	8 509 880

Zdroj: S&P Capital IQ, Mergermarket, Analýza PwC

Shrnutí ocenění

Shrnutí ocenění

V grafu níže uvádíme přehled závěrů našeho ocenění. Výsledná hodnota v grafu představuje hodnotu 100 % vlastního kapitálu společnosti VESTAR GROUP a.s. na konsolidované bázi.



Zdroj: Analýza PwC

Na základě našeho ocenění výnosovým přístupem pomocí metody DCF jsme stanovili hodnoty 100 % vlastního kapitálu společnosti VESTAR GROUP a.s. na konsolidované bázi ve výši 7 610 000 tisíc Kč (zaokrouhлено). Ocenění pomocí EV/EBITDA násobků podporuje závěry výnosového ocenění.

V souladu se zadanou znaleckou otázkou jsme následně provedli výpočet hodnoty 60% podílu Společnosti. Hodnota 60 % vlastního kapitálu VESTAR GROUP a.s. na konsolidované bázi byla stanovena pro-rata, tj. jako 60 % z hodnoty uvedené výše. Tržní hodnota 60 % vlastního kapitálu VESTAR GROUP a.s. na konsolidované bázi tak byla stanovena ve výši **4 566 000 tis. Kč**.

Výsledné ocenění	v tis. Kč
Tržní hodnota 100 % vlastního kapitálu	7 610 000
Oceňovaný podíl	60%
Tržní hodnota 60 % vlastního kapitálu	4 566 000

Zdroj: Analýza PwC

Znalecký posudek
PwC

20. listopadu 2023

26

Kontrola postupu

Kontrola postupu

Pro stanovení tržní hodnoty Společnosti:

1. Zdrojem dat a informací byl Management a veřejně dostupné databáze. Výčet zdrojů je uveden v na straně 6 tohoto Posudku;
2. Získaná a vytvořená data o Společnosti (resp. separátně o společnostech VG a KE) jsou adekvátní vzhledem k jejich zdroji a analýze;
3. Zpracování dat odpovídá potřebám analýzy. Ocenění jsme provedli v souladu s IVS (mezinárodní oceňovací standardy, z angl. International Valuation Standards);
4. Na základě analýzy jednotlivých vstupních parametrů a předpokladů jsme sestavili oceňovací model dle běžné oceňovací praxe, který byl východiskem pro stanovení tržní hodnoty Společnosti (na konsolidované bázi). V rámci našeho ocenění jsme využili dvou různých oceňovacích přístupů (výnosový a tržní porovnání). Veškeré analýzy, které jsme provedli jsou plně reprodukovatelné a přezkoumatelné; a
5. Na základě výpočtů a interpretace výsledků analýzy jsme stanovili tržní hodnotu Společnosti. Tržní hodnota Společnosti vychází z ocenění výnosovým přístupem pomocí metody DCF. Tato hodnota je podpořena i oceněním na základě tržního porovnání pomocí EV/EBITDA násobku.



Závěr

Závěr	28
11 Odpověď na znaleckou otázku	29
12 Znalecká doložka	30

Odpověď na znaleckou otázku

Odborná otázka

Stanovte tržní hodnotu 60 % akcií společnosti VESTAR GROUP a.s. ke dni 30. září 2023 pro účely vkladu akcií společnosti VESTAR GROUP a.s. do vlastního kapitálu společnosti VESTAR GROUP Holding a.s.

Odpověď PwC

Tržní hodnota 60 % akcií společnosti VESTAR GROUP a.s. k datu 30. září 2023 byla stanovena ve výši 4 566 000 tisíc Kč.

V souladu s ustanovením § 251, odst. 2, písmeno b, Zákona o obchodních korporacích 90/2012 Sb., v platném znění prohlašujeme, že hodnota oceňovaného podílu odpovídá alespoň úhrnnému emisnímu kursu akcií, které mají být společnostmi vydány jako protiplnění za tento nepeněžitý vklad. Hodnota tohoto protiplnění je ve výši 4 109 400 tisíc Kč.

Znalecká doložka

Konzultant	Nebyli přibráni žádní konzultanti.
Spolupracující osoby	Na posouzení všech částí znaleckého posudku spolupracovali: Stanislav Kopeček, Bohuslav Černoušek, Jakub Říha, Ján Pavlenda
Odměna	Byla sjednána smluvní odměna.
Znalecká doložka	<p>Společnost PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o. byla zapsána jako znalecký ústav Ministerstvem spravedlnosti ČR do seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost dne 28. srpna 2012 č. j. 50/2012-OSD-SZN/13, a to pro znalecké posudky v oboru ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro oceňování podniků, nehmotného a finančního majetku, daň z příjmů právnických osob, daň z příjmů fyzických osob, nepřímé daně, převodní ceny a mezinárodní daňová problematika, oceňování nemovitostí a oceňování technologických zařízení a strojů.</p> <p>Posudek k vydání schválil: Stanislav Kopeček, znalec znalecké kanceláře PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o.</p> <p>Znalecký posudek je zapsán do deníku znaleckého ústavu pod číslem 335-11/2023.</p> <p>Zapsáno v elektronickém registru posudků pod číslem: 069828/2023</p> <p>V Praze dne 20. listopadu 2023</p> <p>Znalecký posudek vyhotovil: PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o.</p>



Miroslav Bratrych
Jednatel

Stanislav Kopeček
Znalec



Přílohy

Přílohy	31
1 Osvědčení znalce	32
2 Diskontní sazba	33
3 Porovnatelné společnosti	36
4 Porovnatelné transakce	40

Osvědčení znalce



JUDr. PAVEL BLAŽEK, Ph.D.
MINISTR SPRÁVEDLNOSTI

V Praze dne 28. 08. 2012
Čj. 50/2012-OSD-SZN/13

Rozhodnutí

Ministr spravedlnosti rozhodl v souladu s § 21 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění do 31. 12. 2011, ve spojení s § 22 odst. 3 téhož zákona a ustanovením § 6 odst. 1 vyhlášky č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, ve věci žádosti ze dne 23. 12. 2010 účastníka - znaleckého ústavu - **PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o.**, se sídlem Kateřinská 40/466, 120 00 Praha 2, IČ: 61063029, o rozšíření dosavadního rozsahu znaleckého oprávnění u jmenovaného znaleckého ústavu zapsaného v I. oddílu seznamu znaleckých ústavů pro obor ekonomika takto:

Rozsah znaleckého oprávnění znaleckého ústavu
PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o., se **m ě n í** takto:

I. oddíl

obor ekonomika s rozsahem znaleckého oprávnění pro:

Oceňování podniků, nehmotného majetku a finančního majetku, daň z příjmů právnických osob, daň z příjmů fyzických osob, nepřímé daně, převodní ceny a mezinárodní daňová problematika, oceňování nemovitosti a oceňování technologických zařízení a strojů.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky, Vyšehradská 16, 128 10 Praha 2, tel. +420 221 997 111, www.justice.cz

Odůvodnění:

Podle ustanovení § 68 odst. 4 zákona č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů, není odůvodnění rozhodnutí třeba, jestliže správní orgán prvního stupně všem účastníkům v plném rozsahu vyhoví.

Poučení:

Proti tomuto rozhodnutí je možné podat k ministru spravedlnosti rozklad, a to do 15 dnů ode dne oznámení rozhodnutí na adresu Ministerstva spravedlnosti ČR, Vyšehradská 16, 128 10 Praha 2. O rozkladu rozhoduje ministr spravedlnosti.

Po právní moci tohoto rozhodnutí bude změna zápisu do seznamu znaleckých ústavů vyznačena v Ústředním věstníku ČR a na webových stránkách Ministerstva spravedlnosti ČR.



PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o.
Kateřinská 40/466
120 00 Praha 2

Ministerstvo spravedlnosti České republiky, Vyšehradská 16, 128 10 Praha 2, tel. +420 221 997 111, www.justice.cz

Diskontní sazba (1/3)

Diskontní sazba

- Diskontní sazba je míra, která převádí budoucí peněžní toky na jejich současnou hodnotu.
- V kontextu ocenění je tato míra vnímána jako míra výnosnosti, kterou požaduje investor od investice generující budoucí peněžní toky a která vyjadřuje riziko související s jejímž dosažením.
- Parametry diskontní míry musí odpovídat parametrům peněžních toků předpokládaných v plánu ocenění. (po dani versus před dani, reálné versus nominální, na úrovni akcionářů versus na úrovni věřitelů a akcionářů, apod.)
- Diskontní míra odráží míru výnosnosti vlastního i cizího kapitálu a jejich váhy dle uvažované kapitálové struktury (vážené náklady kapitálu, „WACC“ z angl. weighted average cost of capital). Míra výnosnosti vlastního kapitálu je odhadnuta dle modelu oceňování kapitálových aktiv („CAPM“ z angl. Capital Asset Pricing Model).

Náklady vlastního kapitálu (Ke)

Model CAPM definuje požadovanou míru výnosnosti na určitém trhu, v určitém průmyslovém odvětví, při konkrétním způsobu financování a za dalších specifických podmínek.

Model CAPM je vyjádřen následujícím vztahem:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f) + SP + SRP$$

- **Bezriziková úroková míra (Rf):** Při stanovení odhadované bezrizikové výnosové míry jsme vycházeli z výnosu desetiletých českých státních dluhopisů denominovaných v EUR. Bezrizikovou úrokovou míru k Datu ocenění jsme stanovili na základě dat publikovaných agenturou Bloomberg na 3,9 %.
- **Beta:** Beta představuje pro společnost systematické riziko. Odráží citlivost změny výnosnosti akcií společnosti na změnu výnosnosti akciového trhu.
- Pro stanovení bety jsme použili data z akciového trhu z databáze S&P Capital IQ, na základě kterých jsme regresí definovali vztah mezi měsíční výnosností akcií jednotlivých srovnatelných veřejně obchodovaných společností a měsíční výnosností akcií tržního indexu, a to minimálně z posledních 5 let od Data ocenění. Pro účely ocenění jsme následně (i) zohlednili dlouhodobou tendenci bety konvergovat k 1, (ii) střední hodnotu kapitálové struktury odvozené od skupiny srovnatelných společností, kterou by kupující považoval za maximalizující hodnotu. Výsledná hodnota Beta aplikovaná v rámci odvození WACC činí 1,25.
- **Tržní riziková přírážka (Rm - Rf):** Tržní rizikovou přírážku (též označovanou jako ERP (z angl. equity risk premium) jsme dle zkušenosti odhadli na 6,0 %.

Diskontní sazba (2/3)

- **Přirážka za velikost (SP):** Akcie malých společností historicky vykazují na kapitálovém trhu vyšší volatilitu než akcie velkých a odměňovaly tak investory vyšší výnosností. Pro účely indikativního ocenění Teplárny Kladno jsme aplikovali přirážku za velikost ve výši 3,05 %, která odpovídá skupině „Micro-cap“ (tj. 9. a 10. decil dle tržní kapitalizace) statistického rozdělení společností publikovaném Kroll Cost of Capital Navigator.
- **Specifická přirážka společnosti (SRP):** Při ocenění Společnosti jsme aplikovali specifickou přirážku ve výši 2,0 %. Přirážku jsme aplikovali především zejména z následujících důvodů:
 1. Společnost plánuje značný růst výkonnosti v roce 2024.
 2. Společnost předpokládá dosahování dlouhodobě vyšší ziskovosti v porovnání s veřejně obchodovanými společnostmi; a
 3. Z důvodu značného deficitu státního rozpočtu ČR existuje riziko opětovného zvýšení daní, především pak v odvětvích týkajících se alkoholu, tabáku a hazardních her.

Náklady dluhu (Kd)

- Dluh uvažujeme jako úročený cizí kapitál. Míra výnosnosti takového kapitálu je odvozena následujícím vztahem:

$$Kd = 3M \text{ EURIBOR} + M$$

- **Marže nad referenční sazbu (M)** jsme uvažovali ve výši 3,15 %. Tato hodnota vychází ze skutečných podmínek nabízených Společnosti bankou UniCredit Bank během Q3 2023.
- Jelikož jsou úvěrové úroky daňově uznatelné, zohlednili jsme v kalkulaci úrokový daňový štít pomocí daňové sazby 21,0 %.

Kapitálová struktura

- Pro stanovení jednotlivých vah zdrojů financování jsme neuvažovali současnou kapitálovou strukturu Společnosti, ale strukturu odvozenou jako střední hodnota kapitálových struktur skupiny srovnatelných společností, která dle našeho názoru lépe odráží dlouhodobou tendenci financování aktiv během nekonečného trvání podniku.
- Na základě naší analýzy srovnatelných společností jsme stanovili optimální kapitálovou strukturu na 30,8 % (výše dluhu k celkovému investovanému kapitálu).

Diskontní sazba (3/3)

WACC

- Jednotlivé váhy kapitálu jsou stanoveny na základě optimální kapitálové struktury odvozené ze skupiny srovnatelných společností.
- Na základě stanovených parametrů jsme odhadli **WACC ve výši 13,1 %** pro účely metody diskontovaných peněžních toků (viz výpočet níže).

Náklady vlastního kapitálu

Bezriziková úroková sazba	3,9%	Na základě 10 letých českých státních dluhopisů denominovaných v EUR
Prémie za tržní riziko	6,0%	Praxe PwC
Znovu zadlužená beta	1,25	Beta koeficient zohledňující průměrné zadlužení ve skupině srovnatelných společností
Náklady na vlastní kapitál	11,4%	

Úpravy o nesystematické riziko

Prémie za velikost	3,1%	Dle Kroll Cost of Capital Navigator 2023 - data pro prémii za velikost
Specifické riziko společnosti	2,0%	Předpoklad vyššího tržního rizika ve srovnání se západními porovnatelnými společnostmi
Náklady na vlastní kapitál	16,4%	

Náklady na cizí kapitál

Odhadované náklady na cizí kapitál před daní	7,1%	Na základě bankovní nabídky pro Společnost (3MEURIBOR + marže 3,15 %)
Daňová sazba právnických osob	21,0%	Nominální daňová sazba v České republice
Náklady na cizí kapitál	5,6%	

Vážené náklady na kapitál (WACC)

Náklady na vlastní kapitál	16,4%	
Náklady na cizí kapitál	5,6%	
Optimální kapitálová struktura (D/(D+E))	30,8%	Medián zadlužení mezi srovnatelnými společnostmi
Vážené náklady na kapitál (WACC)	13,1%	

Zdroj: S&P Capital IQ, Bloomberg, analýza PwC

Porovnatelné společnosti (1/3)

Společnost

Popis (angl.)

The Rank Group Plc	The Rank Group Plc, together with its subsidiaries, engages in provision of gaming services in Great Britain, Spain, and India. It operates through Grosvenor Venues, Mecca Venues, Digital, and Enracha Venues segments. The company offers a range of casino table games, including roulette, blackjack, baccarat, and poker, as well as electronic roulette and slots machine games; and community games, such as bingo, slot machine games, food and drink, and live entertainment. It also operates digital channels, including live casino; social and bingo clubs; and online digital card games. In addition, the company offers support services to interactive gaming; and property and marketing services. In addition, it processes credit transfers; operates parking for social and bingo clubs; and develops and maintains online gaming software, as well as operates YoCasino; and YoBingo, a digital bingo brand, as well as various other digital brands. The Rank Group Plc was formerly known as Megastorm Public Limited Company and changed its name to The Rank Group Plc in July 1996. The company was founded in 1937 and is based in Maidenhead, the United Kingdom. The Rank Group Plc is a subsidiary of Guoco Group Limited.
Société Fermière du Casino Municipal de Cannes	Société Fermière du Casino Municipal de Cannes operates casinos and hotels in France. The company operates 3 hotels with 565 rooms, suites, and cottages under the Hôtel Barrière Le Majestic, the Hôtel Barrière Le Gray d'Albion, and the Hôtel Barrière Le Carl Gustaf St-Barth brands; and 2 casinos, including 350 slot machines and 38 games tables under the Casino Barrière Croisette and Casino Barrière Les Princes brands. It also operates 8 restaurants, 9 bars, and 1 spa. The company was founded in 1919 and is based in Cannes, France.
Century Casinos, Inc.	Century Casinos, Inc. operates as a casino entertainment company in the United States, Canada, and Poland. The company develops and operates gaming establishments, as well as related lodging, restaurant, and horse racing including, off-track betting; and entertainment facilities. Century Casinos, Inc. was founded in 1992 and is based in Colorado Springs, Colorado.
Caesars Entertainment, Inc.	Caesars Entertainment, Inc. operates as a gaming and hospitality company in the United States. The company owns, leases, or manages domestic properties in 16 states with slot machines, video lottery terminals and e-tables, and hotel rooms, as well as table games, including poker. It also operates and conducts sports wagering across 28 jurisdictions in North America, including mobile for sports betting and regulated online real money gaming in six jurisdictions in North America; retail and online gaming and sports betting; and other games, such as keno. In addition, the company operates dining venues, bars, nightclubs, lounges, hotels, and entertainment venues; and provides staffing and management services. Caesars Entertainment, Inc. was founded in 1937 and is based in Reno, Nevada.
Groupe Partouche SA	Groupe Partouche SA, through its subsidiaries, operates casinos, hotels, restaurants, dancehalls, and bars in France, other European countries, and internationally. The company operates through three segments: Casino, Hotel, and Other Activities. Its casinos offer table games, such as the ball game; French, English, or American roulette; the battle game; punto banco; blackjack; stud poker; hold'em poker; Texas Hold'em Poker; Omaha Poker 4 high; bingo; electronic roulette, Blackjack, and Texas Hold'em Poker, as well as slot machines. The company also owns and operates gourmet and themed restaurants, spas, and golf courses; develops interactive television programs and mobile TV gaming offerings; interactive television games associated with online gaming offering; gaming and lotteries; and produces television programs and events. In addition, it operates Quarisma, a platform for the real-time management of quality services between customers and casino operators; and manages casino information systems, as well as hardware and data communication networks. Further, the company engages in real estate and sports betting businesses. The company was founded in 1903 and is headquartered in Paris, France. Groupe Partouche SA is a subsidiary of Financiere Partouche SA.

Porovnatelné společnosti (2/3)

Společnost

Popis (angl.)

MGM Resorts International	MGM Resorts International, through its subsidiaries, owns and operates casino, hotel, and entertainment resorts in the United States and Macau. The company operates through three segments: Las Vegas Strip Resorts, Regional Operations, and MGM China. Its casino resorts offer gaming, hotel, convention, dining, entertainment, retail, and other resort amenities. The company's casino operations include slots and table games, as well as online sports betting and iGaming through BetMGM. Its customers include premium gaming customers; leisure and wholesale travel customers; business travelers; and group customers, including conventions, trade associations, and small meetings. The company was formerly known as MGM MIRAGE and changed its name to MGM Resorts International in June 2010. MGM Resorts International was incorporated in 1986 and is based in Las Vegas, Nevada.
Betsson AB (publ)	Betsson AB (publ), through its subsidiaries, invests and manages online gaming business primarily in the Nordic countries, Latin America, Western Europe, Central and Eastern Europe, and Central Asia, and internationally. The company offers casino games, including slots, table games, live casino, and other games; sportsbook that offers bets on a various sports, leagues, and markets; and poker, bingo, scratch cards, and table and dice games. It markets its products under the Betsson, Betsafe, Nordicbet, Casinoeuro, and other brand names. The company was incorporated in 1963 and is based in Stockholm, Sweden.
Entain Plc	Entain PLC operates as a sports-betting and gaming company. The company provides online betting, casino, poker, and bingo services through mobile and web under the bwin; online and multi-channel betting under the Ladbrokes; street and online betting under the Coral; sports betting, casino, game, and poker under the Sportingbet; and sports betting, poker, and casino games under the Crystalbet brands, as well as Gamebookers, a full-service sportsbook. It also offers software and technology for race book and sportsbook under the Stadium; online sports betting, casino, and gaming under the Eurobet; sports action and horse racing under the Neds; online bingo under the Gala Bingo; casino and live casino under the Gala Casino; virtual sports under the AGT brands, as well as partypoker, which provides online poker; PartyCasino that provides online casino; and Gala Spins, a gaming application. In addition, the company provides Foxy Bingo that provides online bingo; Foxy Games, which offers slot games, jackpots, and various table games; Ladbrokes.be, a shop and newsagent outlet; Ladbrokes.com.au, an online betting site; online betting and gaming under the Optibet; online casino and betting under the NinjaCasino brand; Gioco Digitale, a gaming site; Cheeky Bingo, a bingo platform; gender-neutral mobile-first casino and bingo under the Laimz brand; online sports, casino, and poker under the BetMGM brand; online sports and gaming under the Borgata brand; and Danske Spil that provides online gaming. Further, it offers PMU that offers online poker; betting in the shop estates; and telephone betting services. Entain PLC was founded in 2004 and is headquartered in London, the United Kingdom.
Golden Entertainment, Inc.	Golden Entertainment, Inc., together with its subsidiaries, engages in the ownership and operation of a diversified entertainment platform in the United States. The company operates through five segments: Nevada Casino Resorts, Nevada Locals Casinos, Maryland Casino Resort, Nevada Taverns, and Distributed Gaming. The Nevada Casino Resorts segment comprises of destination casino resort properties that include various food and beverage outlets, entertainment venues, and other amenities. The Nevada Locals Casinos segment consists of casino properties that cater to local customers. The Maryland Casino Resort segment operates Rocky Gap casino resort, including various food and beverage outlets, signature golf course, spa, and pool. The Nevada Taverns segment comprises food and beverage operations, and the slot machines, as well as provides a casual and upscale environment catering to local patrons offering food, craft beer, and other alcoholic beverages. The Distributed Gaming segment operates slot machines and amusement devices in non-casino locations, such as restaurants, bars, taverns, convenience stores, liquor stores, and grocery stores. The company was formerly known as Lakes Entertainment, Inc. and changed its name to Golden Entertainment, Inc. in July 2015. Golden Entertainment, Inc. was incorporated in 1998 and is headquartered in Las Vegas, Nevada.

Porovnatelné společnosti (3/3)

Společnost

Popis (angl.)

Société Anonyme des Bains de Mer et du Cercle des Étrangers à Monaco	Société Anonyme des Bains de Mer et du Cercle des Étrangers à Monaco operates in the gaming, hotels, and rental sectors in Monaco. The company operates casinos; hotels; restaurants; lounge bars and nightclubs; wellness and leisure facilities; shows and concert halls; shopping centers; and meetings and events centers. It is also involved in the slot machines, table games, and other activities; and rental of residential properties, boutiques, and offices. In addition, the company offers catering services. The company was incorporated in 1863 and is headquartered in Monaco.
Monarch Casino & Resort, Inc.	Monarch Casino & Resort, Inc., through its subsidiaries, owns and operates the Atlantis Casino Resort Spa, a hotel and casino in Reno, Nevada. It also owns and operates the Monarch Casino Resort Spa Black Hawk in Black Hawk, Colorado. The company was founded in 1972 and is based in Reno, Nevada.
Red Rock Resorts, Inc.	Red Rock Resorts, Inc., through its interest in Station Holdco and Station LLC, develops and operates casino and entertainment properties in the United States. It operates through two segments, Las Vegas Operations and Native American Management. The company owns and operates 6 gaming and entertainment facilities, and 9 smaller casinos in the Las Vegas regional market. In addition, it manages Graton Resort & Casino in northern California. The company was formerly known as Station Casinos Corp. and changed its name to Red Rock Resorts, Inc. in January 2016. Red Rock Resorts, Inc. was founded in 1976 and is based in Las Vegas, Nevada.
Estoril Sol, SGPS, S.A.	Estoril Sol, SGPS, S.A., together with its subsidiaries, engages in the gaming activities and real estate businesses. It owns gaming casinos, including casino do Estoril, Casino Lisboa, and Casino da Póvoa. It is also involved in the online casino games and gambling business, as well as online sports betting activities. In addition, it owns a plot of land in Monte Estoril. Further, the company engages in tourism business. The company was incorporated in 1958 and is headquartered in Estoril, Portugal. Estoril Sol, SGPS, S.A. is a subsidiary of Finansol - Sociedade de Controlo, SGPS, S.A.
Full House Resorts, Inc.	Full House Resorts, Inc. owns, develops, invests in, operates, manages, and leases casinos, and related hospitality and entertainment facilities in the United States. The company owns and operates the Silver Slipper Casino and Hotel in Hancock County, Mississippi; Bronco Billy's Casino and Hotel in Cripple Creek, Colorado; Rising Star Casino Resort in Rising Sun, Indiana; Stockman's Casino in Fallon, Nevada; Grand Lodge Casino in Incline Village, Nevada; and American Place / The Temporary in Waukegan, Illinois. It also operates online sports wagering websites. Full House Resorts, Inc. was incorporated in 1987 and is headquartered in Las Vegas, Nevada.
Gamehost Inc.	Gamehost Inc., together with its subsidiaries, operates hospitality and gaming properties in Alberta. The company operates through Gaming, Hotel, and Food and Beverage segments. Its gaming activities include the operation of company owned table games and government owned slot machines, video lottery terminals, electronic gaming tables, and lottery ticket kiosks, as well as the provision of food, beverage, and entertainment services; and hotel activities comprise the operation of full and limited service hotels, and the provision of banquet and convention services. The company owns and operates the Rivers Casino, a 34,663 square foot casino and entertainment facility located in Fort McMurray, Alberta; the Great Northern Casino, a 33,314 square foot casino and entertainment facility located in Grande Prairie, Alberta; and the Service Plus Inns & Suites, Encore Suites by Service Plus Inns limited service hotels in Grande Prairie. It also owns a 10,530 square-foot commercial multi-tenant lease facility in Grande Prairie; and a 100% interest in the Deerfoot Inn & Casino joint venture, which owns and operates the Deerfoot Inn & Casino, a full-service convention, entertainment, and casino facility in south-east Calgary, Alberta. Gamehost Inc. was founded in 2003 and is headquartered in Red Deer County, Canada.

Porovnatelné společnosti – EV/EBITDA

Společnost	LTM (EV/EBITDA)	EV	EV měna
The Rank Group Plc	14,6x	576,7	GBP
Société Fermière du Casino	5,9x	290,5	EUR
Century Casinos, Inc.	8,1x	810,8	USD
Caesars Entertainment, Inc.	9,2x	35 167,7	USD
Groupe Partouche SA	5,1x	331,0	EUR
MGM Resorts International	21,0x	41 521,9	USD
Betsson AB (publ)	6,6x	1 361,8	EUR
Entain Plc	11,6x	8 848,4	GBP
Golden Entertainment, Inc.	7,2x	1 537,7	USD
Société Anonyme des Bains	17,3x	2 470,6	EUR
Rotate Black, Inc.	NA	NA	USD
Archon Corporation	NA	NA	USD
Monarch Casino & Resort, Inc.	7,2x	1 178,1	USD
Red Rock Resorts, Inc.	8,0x	5 511,7	USD
Concorde Gaming Corporation	NA	NA	USD
Estoril Sol, SGPS, S.A.	0,4x	18,9	EUR
Full House Resorts, Inc.	56,4x	627,7	USD
Gamehost Inc.	8,4x	242,5	CAD
1. kvartil	6,9x		
Medián	8,1x		
3. kvartil	13,1x		

Zdroj: S&P Capital IQ, analýza PwC

Porovnatelné transakce

Datum	Společnost	Kupující	Prodávající	EV/EBITDA	EV	EV měna
1.7.2022	William Hill International	888 Holdings plc	Caesars Holdings Inc	8,9x	2 394,7	EUR
10.5.2021	Lottomatica Videolot Rete S p A; Lottomatica Scommese S.r.l.	Lottomatica SpA	International Game Technology	5,3x	1 100,0	EUR
N/A	Les Ambassadeurs Club Limited	Imagi International Holdings Ltd	Suen Cho Hung (Private Investor)	12,0x	136,5	EUR
26.9.2019	Gamesys Limited	Gamesys Group Ltd	N/A	10,2x	550,6	EUR
22.3.2019	CoastBright Ltd.	Sonco Steel Tube	Genting Malaysia Bhd	9,3x	40,7	EUR

Zdroj: Mergermarket, analýza PwC

1. kvartil	8,9x
Medián	9,3x
3. kvartil	10,2x

Společnost	Popis (angl.)
William Hill International	International (Non-US) business of William Hill Limited was acquired by 888 Holdings plc. William Hill Limited, together with its subsidiaries, operates as a betting and gaming company in the United Kingdom and internationally. It operates through Retail, UK Online, and International Online segments. The company operates gaming machines. It also provides online sports betting, casino, poker, and other gaming products, as well as telephone betting services.
Lottomatica Videolot Rete S p A; Lottomatica Scommese S.r.l.	Lottomatica Videolot Rete S.p.A. provides video lottery terminals and related products and services to the gaming industry worldwide. It operates and manages a network of amusement with prize and video lottery terminals.
Les Ambassadeurs Club Limited	Les Ambassadeurs Club Limited operates as a casinos and gaming company. It was founded in 1941 and is headquartered in London, United Kingdom.
Gamesys Limited	Gamesys Limited, through its subsidiaries, designs, develops, and operates online gaming sites and applications for players in the United Kingdom and internationally. It operates casino, slots, bingo, and other free-to-play games. The company was formerly known as Lofton Services Limited and changed its name to Gamesys Limited in July 2001. The company was incorporated in 2000 and is based in London, United Kingdom.
CoastBright Ltd.	Coastbright Ltd. owns and operates Casino. The company was incorporated in 2004 and is based in London, United Kingdom.

Zdroj: Mergermarket, analýza PwC

Seznam zkratek

Zkratka	Popis
ADR	Průměrná denní sazba (z angl. Average Daily Rate)
ARPU	Průměrný výnos na zákazníka (z angl. Average Return per User)
C&W	Cushman & Wakefield
CAGR	Složená roční míra růstu (z angl. Compound Annual Growth Rate)
CAPEX	Kapitálové výdaje (z angl. Capital Expenditures)
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv (z angl. Capital Asset Pricing Model)
CEE	Centrální a východní Evropa (z angl. Central and Eastern Europe)
ČNB	Česká Národní Banka
DCF	Oceňovací metoda diskontovaných peněžních toků (z angl. Discounted Cash Flow)
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky (z angl. Earnings Before Interest and Tax)
EBITDA	Zisk před zdaněním, odpisy a úroky (z angl. Earnings Before Interest, Tax and Depreciation & Amortization)
EGBA	Evropská herní a sázková asociace (z angl. European Gaming and Betting Association)

Seznam zkratek

Zkratka	Popis
EIU	Economist Intelligence Unit
EPT	European Poker Tour
EUR	Euro
EV	Hodnota společnosti z provozu (z angl. Enterprise Value)
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (z angl. Free Cash Flow to Firm)
HDP	Hrubý domácí produkt
HH	Hazardní hry
KE	King's Entertainment a.s.
mil.	Milion
mld.	Miliarda
Ocenění	Ocenění 60 % vlastního kapitálu společnosti VESTAR GROUP a.s. podle ustanovení § 251 Zákona o obchodních korporacích 90/2012 Sb., v platném znění.
Posudek	Tento znalecký posudek č. 335-11/2023

Seznam zkratek

Zkratka	Popis
PwC, My, Zhotovitel	PricewaterhouseCoopers Česká republika, s.r.o. zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 43246, se sídlem Hvězdova 1734/2c, PSČ 140 00, Praha 4, IČ 610 63 029
RevPAR	Tržby na dostupný pokoj (z angl. Revenue per Available Room)
TH	Technické hry
tis.	tisíc
Transakce	Vklad 60 % akcií VESTAR GROUP a.s. do VESTAR GROUP Holding a.s.
VGH	VESTAR GROUP Holding
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu (z angl. Weighted Average Cost of Capital)
WSOPE	World Series of Poker Europe
Zadavatel, VG, Společnost	VESTAR GROUP a.s. zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Plzni, oddíl B, vložka 1079, se sídlem Rozvadov č.p. 7, 348 06 Rozvadov, IČ 263 62 686