FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP N.V.

Fio banka, a.s.

Doporučení: koupit
Cílová cena: 5,27 EUR 129,- Kč

21.9.2011

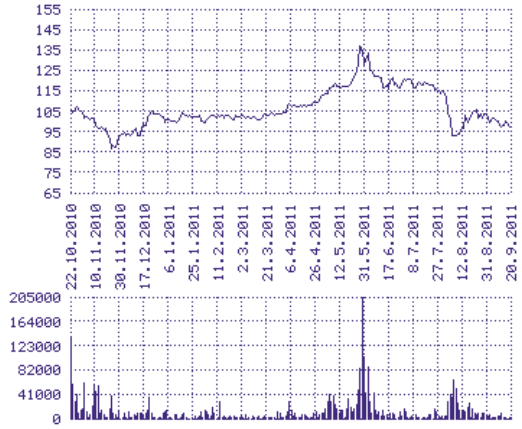
Nové doporučení – koupit
Předešlé doporučení – akumulovat
Nová cílová cena – 5,27 EUR 129,- Kč
Předešlá cílová cena – 5,09 EUR 124,- Kč

Základní informace o společnosti

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

Odvětví: provozovatel kurzových sázek
Uzavírací cena k 20.9.2011 – 97,5 Kč
Roční maximum – 30.5.2011
137,1 Kč
Roční minimum - 24.11.2010
87 Kč

Graf 1: Graf vývoje ceny společnosti Fortuna



Zdroj: BCPP

Měníme stávající investiční doporučení pro akcie společnosti Fortuna ze stupně akumulovat na stupeň koupit a zvyšujeme cílovou cenu oceňované společnosti na hodnotu 129,- Kč za akcii z předešlých 124,- Kč za akcii.

Ke zvýšení cílové ceny akcie Fortuny nás přiměly zejména první zveřejněné výsledky ohledně číselné loterie a prodeje stíracích losů, které předčily naše odhady. Navíc společnost Synot pozdrží uvedení své číselné loterie na český trh, navíc není vyloučeno, že daný projekt bude vůbec spuštěn, neboť Holding Synot se účastní tendru na koupi společnosti Sazka. Pozdržení spuštění další již čtvrté číselné loterie na malém českém trhu hodnotíme pro ocenění společnosti Fortuna pozitivně. Na druhou stranu jsme přistoupili ke snížení odhadů pro letošní rok pro všechny trhy vyjma Malty z důvodu horších hospodářských výsledků za 2Q 2011, které zklamaly na všech úrovních. Oproti našim odhadům došlo na trzích v ČR, Slovensku a Polsku ve druhém kvartále 2011 k mezikvartálně nižším přijatým sazkám, přestože ve druhém kvartále bylo mistrovství světa v hokeji, kde se Češi umístili poměrně vysoko. Navíc Fortuně se opět snížily marže ze sázení, což bylo způsobeno vyšším podílem „live“ sázení a intenzivní konkurencí. Z těchto důvodů jsme snížili očekávané přijaté sázky a marže ze sázení pro letošní a následující roky. I přes snížení přijatých sázek pro letošní rok na hlavních trzích Fortuny a snížení marže ze sázení převážil v ocenění pozitivní efekt v podobě vyšších přijatých sázek z číselné loterie pro letošní rok, navíc jsme mírně navýšily přijaté sázky z číselné loterie v následujících letech. Vyšší cílové ceně oceňované společnosti napomohla i mírně nižší diskontní sazba.

Dále je nutné zmínit, že krátkodobé predikce hospodaření oceňované společnosti Fortuna jsou velmi obtížné z důvodu reportovaných krátkých časových řad. Přesto obsáhlost vykazovaných položek je stále nízká, postrádáme položku čistých zisků dle jednotlivých trhů.

Kurzové sázení v ČR

Na českém trhu je Fortuna Entertainment Group jednou z největších a nejstarších sázkových kanceláří. Je lídrem v oblasti internetových sázek, které zde představila v roce 2008. Své produkty nabízí také prostřednictvím poboček a partnerských poboček (tzv. Fortunky) na bázi franšízy, kdy je sázkový terminál Fortuny umístěn v barech a restauracích. Pro oceňovanou společnost je kurzové sázení v ČR nejdůležitějším trhem z hlediska objemu sázek či výnosů. Oproti minulému ocenění předpokládáme nižší objem sázek i nižších výnosů z důvodu jednak horších výsledků za druhý kvartál 2011 a také nižších marží z přijatých sázek. Důvod k nárůstu podílu vyplacených sázek z celkových přijatých sázek na českém trhu lze spatřovat intenzivní konkurenci a vyšší podíl live sázek.

Tabulka 1: Původní odhad výnosů z kurzových sázek v ČR

v tis. EUR	2010	2011E	2012E	2013E
- vsazený objem peněz	183 940	239 858	249 452	256 936
- poplatky	9 006	8 802	8 538	8 281
Objem sázek	205 300	248 659	257 990	265 217
Vyplacené sázky	-162 500	-200 400	-208 972	-217 478
Hrubé výnosy ze sázení	42 800	48 260	49 018	47 739
- on-line sázení	12 600	18 224	21 869	24 056
- sázení v kamenných obchodech	30 300	30 036	27 149	23 683
Daň ze sázek	0	0	0	0
Výnosy	43 200	48 260	49 018	47 739

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Tabulka 2: Nový odhad výnosů z kurzových sázek v ČR

v tis. EUR	2010	2011E	2012E	2013E
- vsazený objem peněz	183 940	199 225	206 198	211 971
- poplatky	9 006	8 301	8 052	7 810
Objem sázek	205 300	207 526	214 789	220 803
Vyplacené sázky	-162 500	-166 028	-172 905	-178 851
Hrubé výnosy ze sázení	42 800	41 498	41 884	41 953
- on-line sázení	12 600	15 793	18 951	20 846
- sázení v kamenných obchodech	30 300	25 706	22 933	21 107
Daň ze sázek	0	0	0	0
Výnosy	43 200	41 498	41 884	41 953

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Konkurenční společnost Sazka k prodeji

Zájemci o loterijní společnost Sazka podali finální finanční nabídku. Podle mluvčí Sazky Lenky Tiché podaly závaznou přihlášku tři subjekty mezi, které patří skupina PPF a KKCG, dále vlastní nabídku předložil také Synot Holding a třetí společností je podle důvěryhodných zdrojů společnost Charlcoal, za níž stojí blízcí spolupracovníci miliardáře Pavla Tykače. Z důvodu tendru na prodej společnosti Sazka, lze předpokládat, že společnost bude i nadále provozovat číselnou loterii a bude tak silným konkurentem pro oceňovanou společnost.

Číselná loterie

Prvního září 2011 Fortuna spustila masivní reklamní kampaň na Loto od Loterie Fortuna. Její součástí je televizní spot, který je velkolepou oslavou vítězství. Byl inspirován legendárním příběhem boxera Rockyho a zazní v něm také filmová skladba z filmu Rocky I Gonna Fly Now. Momentálně se na českém loterijním trhu pohybují tři konkurenti. Svá výherní čísla každý týden tahají Sazka, Fortuna a Tipsport ovšem Sazka svým mladším soupeřům zdatně odolává. Dle informací z tisku jen v hlavní hře Sazky – Sportce lidé týdně prosázejí v průměru 27 milionů korun, zatímco u konkurenční Fortuny Loto čtyři miliony a u Tipšestky dva miliony. Tipsport vstoupil na trh 11. července se svojí hrou Tipšestka. O týden později zahájila Fortuna hru Loto. Podle posledních dostupných informací ze srpna 2011 disponuje Fortuna 1100 terminály a má největší ambice v lukrativním oboru má Fortuna, která avizovala, že chce do dvou let získat třetinový podíl na trhu a později jej zcela ovládnout. V počtu terminálů se ale firma nemůže rovnat Sazce, která jich má přes 6000. Dle našich odhadů se v případě Fortuny zatím jedná o příliš optimistické odhady, přičemž naše odhady počítají se zhruba 11 % podílem do tří let.

Tabulka 3: Původní odhady výnosů z číselné loterie v ČR

v tis. EUR	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Velikost trhu	314 000	321 500	329 179	337 042	345 092	353 335
Růst trhu v %		*2,4*	*2,4*	*2,4*	*2,4*	*2,4*
Objem sázek	*2 500*	*15 000*	*25 000*	*37 500*	*44 250*	*46 905*
Objem sázek v %		*500,0*	*66,7*	*50,0*	*18,0*	*6,0*
Vyplacené výhry	-1 250	-7 500	-12 500	-20 625	-26 550	-30 488
Výnosy	1 250	7 500	12 500	16 875	17 700	16 417
Poplatky Intralotu	-150	-900	-1 500	-2 250	-2 655	-2 814
Poplatky partnerům Fortuny	-9	-53	-88	-144	-186	-213
Marketingové a provozní náklady	-15 000	-3 000	-3 300	-3 630	-3 993	-4 392
Hrubý zisk před daní	-13 909	3 548	7 613	10 851	10 866	8 997
Vybraná daň (ČR)	-210	-1 500	-2 500	-3 375	-3 540	-3 283
Podíl Fortuny na trhu v %	*0,8*	*4,7*	*7,6*	*11,1*	*12,8*	*13,3*

Zdroj: Fio banka, a.s.

Fortuna před spuštěním své číselné loterie již spustila úspěšný prodej stíracích losů, které již byly zahrnuty v hospodářských výsledcích za 2Q 2011. Dále jsme snížily marži Fortuny pro číselnou loterii na 45 % z původních 50 %, což odpovídá současné situaci na trhu.

Tabulka 4: Nové odhady výnosů z číselné loterie v ČR

v tis. EUR	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Velikost trhu	314 000	321 750	329 691	337 829	346 167	354 711
Růst trhu v %		*2,5*	*2,5*	*2,5*	*2,5*	*2,5*
Objem sázek	*4 400*	*15 500*	*25 500*	*38 250*	*45 135*	*47 843*
Objem sázek v %		*252,3*	*64,5*	*50,0*	*18,0*	*6,0*
Vyplacené výhry	-2 420	-8 525	-14 025	-21 038	-24 824	-26 553
Výnosy	1 980	6 975	11 475	17 213	20 311	21 290
Poplatky Intralotu	-264	-930	-1 530	-2 295	-2 708	-2 871
Poplatky partnerům Fortuny	-17	-60	-98	-147	-174	-186
Marketingové a provozní náklady	-6 000	-3 000	-3 300	-3 630	-3 993	-4 392
Hrubý zisk před daní	-4 301	2 985	6 547	11 140	13 436	13 841
Vybraná daň (ČR)	-333	-1 395	-2 295	-3 443	-4 062	-4 258
Podíl Fortuny na trhu v %	*1,4*	*4,8*	*7,7*	*11,3*	*13,0*	*13,5*

Zdroj: Fio banka, a.s.

Fortuna na slovenském trhu

Oproti minulému ocenění jsme mírně snížili odhady hospodaření na slovenském trhu. Slovenská dceřiná společnost Fortuna SK disponuje na tamním trhu 400 pobočkami.

Tabulka 5: Původní odhad výnosů z kurzových sázek v SR

v tis. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E
- vsazený objem peněz	107 163	118 951	126 088	131 132	135 065
- poplatky	5 071	5 325	5 431	5 431	5 268
Objem sázek	112 234	124 275	131 519	136 563	140 334
Vyplacené sázky	-85 525	-94 449	-99 954	-103 788	-106 654
Hrubé výnosy ze sázení	26 709	29 826	31 565	32 775	33 680
- on-line sázení	8 733	12 226	17 117	18 828	20 146
- sázení v kamenných obchodech	17 976	17 600	14 448	14 448	14 448
Daň ze sázek	-5 359	-5 948	-6 304	-6 557	-6 753
Ostatní výnosy	*0*	*10*	*15*	*30*	*35*
Výnosy	21 350	23 889	25 275	26 248	26 962

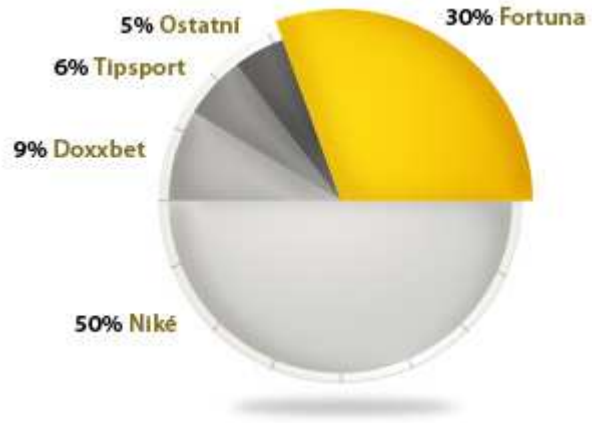
Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Tabulka 6: Nový odhad výnosů z kurzových sázek v SR

v tis. EUR	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
- vsazený objem peněz	107 163	122 809	125 047	130 049	133 950
- poplatky	5 071	5 375	3 867	3 867	3 751
Objem sázek	112 234	122 300	128 914	133 942	137 692
Vyplacené sázky	-85 525	-92 000	-99 703	-103 135	-108 777
Hrubé výnosy ze sázení	26 709	30 200	29 171	30 807	28 915
- on-line sázení	8 733	10 300	13 140	14 453	15 465
- sázení v kamenných obchodech	17 976	19 900	16 032	16 032	16 032
Daň ze sázek	-5 359	-5 900	-6 252	-6 502	-6 698
Ostatní výnosy	*0*	*0*	*15*	*30*	*35*
Výnosy	21 350	24 600	22 934	24 334	22 253

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

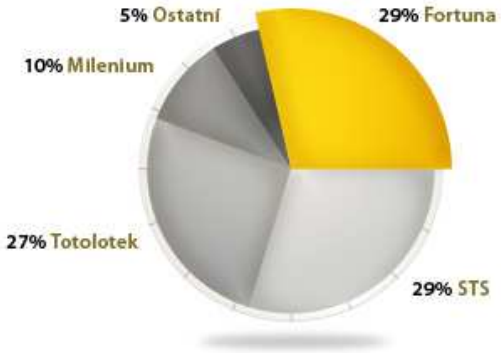
Graf 1: Rozdělení trhu sportovního sázení na Slovensku



Zdroj: Fortuna

Fortuna na polském trhu

Graf 2: Rozdělení trhu sportovního sázení v Polsku



Zdroj: Fortuna

Fortuna na polském trhu

Polská Fortuna je jedničkou na trhu. Na rozdíl od Česka a Slovenska operuje výhradně prostřednictvím kamenných poboček, kterých je zhruba 360. Přestože by Fortuna ráda vstoupila i v Polsku na trh s online kurzovými sázkami, zdejší legislativa tuto možnost zatím neumožňuje. Předpokládáme, že na konci roku by Fortuna již měla získat licenci na provoz online sázení a on-line sázení by mohla začít provozovat na přelomu roku.

Na polském trhu je vsazená částka pro kurzové sázení snížena o 12 %, které jsou odváděny státu jako dodatečné zdanění (kromě daně z příjmů), díky této legislativě se i případná výhra počítá pouze z této ponížené sázky, což má za následek menší objem vsazených částek.

Tabulka 7: Původní očekávané výnosy v Polsku

v tis. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E
- vsazený objem peněz	51 770	55 394	49 855	55 837	60 304
- poplatky	5 822	5 531	4 815	4 670	4 530
Objem sázek	57 592	55 300	54 669	60 507	64 834
Vyplacené sázky	-40 567	-35 700	-32 962	-45 986	-50 571
Hrubé výnosy ze sázení	17 025	19 700	22 931	14 522	14 264
- on-line sázení				3 500	5 950
- sázení v kamenných obchodech	17 025	19 700	22 931	11 022	8 314
Daň ze sázek	-5 821	-6 600	-5 606	-6 700	-7 236
Ostatní výnosy	621	0	0	0	0
Výnosy	11 825	13 400	17 326	7 822	7 027

Zdroj: Fio banka, a.s.

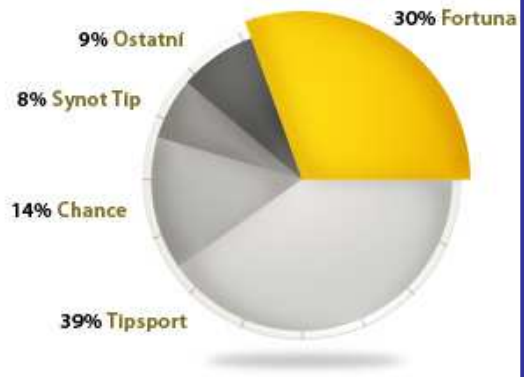
Naše původní odhady na polský trh byly příliš optimistické, což se projevilo v nadhodnocených odhadech pro druhý kvartál 2011, z toho důvodu jsme snížily odhady výnosů pro následující roky, což je částečně způsobeno i vybíranou daní z objemu sázek, která způsobuje, že polští sázkaři vsázejí pouze na zápasy s vyššími kurzy sázek, tak aby se jim investice zaplatila.

Tabulka 8: Nové odhady výnosů v Polsku

v tis. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E
- vsazený objem peněz	51 770	55 394	43 603	48 836	52 743
- poplatky	5 822	5 531	3 792	3 678	3 568
Objem sázek	57 592	55 300	47 395	52 514	56 310
Vyplacené sázky	-40 567	-35 700	-29 731	-39 910	-43 922
Hrubé výnosy ze sázení	17 025	19 700	17 574	12 603	12 388
- on-line sázení				3 500	5 950
- sázení v kamenných obchodech	17 025	19 700	17 474	9 103	6 438
Daň ze sázek	-5 821	-6 600	-4 903	-5 860	-6 329
Ostatní výnosy	621	0	0	0	0
Výnosy	11 825	13 400	12 672	6 743	6 060

Zdroj: Fio banka, a.s.

Graf 3: Rozdělení trhu sportovního sázení v ČR



Zdroj: Fortuna

Dividendová politika

Společnost Fortuna vyplatila dividendu ze zisku z roku 2010 ve výši 0,3 EUR na akcii s dividendovým výplatním poměrem ve výši 90 %. Pro následující rok odhadujeme oproti minulému ocenění nižší dividendu z důvodu nižších odhadovaných přijatých sázek na hlavních trzích, kde oceňovaná společnost působí.

Tabulka 9: Původní odhady dividendové politiky

	2010	2011E	2012E	2013E
Objem vyplacených dividend v tis. EUR	15 600	15 619	20 847	21 047
Dividenda na akcii v EUR	0,30	0,30	0,40	0,40
Dividendový výplatní poměr v %	90	90	82	88

Zdroj: Fio banka, a.s.

Tabulka 10: Nové odhady dividendové politiky

	2010	2011E	2012E	2013E
Objem vyplacených dividend v tis. EUR	15 600	10 562	12 919	15 515
Dividenda na akcii v EUR	0,30	0,20	0,25	0,30
Dividendový výplatní poměr v %	90	90	85	88

Zdroj: Fio banka, a.s.

Původní a nové očekávané hospodářské výsledky jsou patrné v tabulkách číslo 11 a 12.

Tabulka 11: Původní očekávané výnosy pro celou skupinu

v tis. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Objem sázek	***337 876***	***384 172***	***468 933***	***502 956***	***529 357***	***557 802***	***580 480***	***598 967***
- vsazený objem peněz	317 502	363 310	450 383	466 891	483 690	500 009	516 288	532 448
- poplatky	20 373	20 862	18 550	18 142	17 597	17 069	16 557	16 061
Vyplacené sázky	-253 182	-291 357	-358 809	-394 791	-423 520	-445 949	-466 304	-488 712
Hrubé výnosy ze sázení	84 694	92 815	110 099	108 165	105 837	111 853	114 176	110 256
- on-line sázení	16 916	22 926	32 644	41 231	46 978	51 635	56 255	60 471
- sázení v kamenných obchodech	67 778	69 889	77 455	66 934	58 859	60 218	57 921	49 784
Daň ze sázek (Polsko, Slovensko)	-11 180	-12 498	-13 375	-14 781	-15 559	-16 243	-16 884	-17 471
Ostatní výnosy	1 110	878	16	31	36	41	46	46
Výnosy	**74 624**	**81 195**	**97 989**	**100 915**	**102 813**	**112 526**	**115 039**	**109 247**
Výnosy Y/Y v %	*-4,6*	*8,8*	*20,7*	*3,0*	*1,9*	*9,4*	*2,2*	*-5,0*
Vybraná daň (ČR)	-6 965	-6 799	-8 319	-11 304	-12 048	-13 191	-13 634	-13 086
Osobní náklady	-23 499	-25 576	-26 088	-26 740	-27 408	-28 093	-28 796	-29 602
Odpisy a amortizace	-2 138	-2 630	-3 288	-3 781	-4 234	-4 658	-4 788	-4 922
Ostatní provozní výnosy	910	1	16	31	36	41	46	46
Ostatní provozní náklady	-21 534	-22 137	-37 916	-27 346	-28 937	-30 747	-32 248	-33 546
Provozní výsledek hospodaření	**21 398**	**22 453**	**22 395**	**31 775**	**30 222**	**35 877**	**35 618**	**28 137**
Finanční výnosy	2 593	2 904	3 136	3 262	3 392	3 528	3 669	3 772
Finanční náklady	-4 642	-5 431	-5 703	-5 988	-6 287	-6 602	-6 932	-7 278
Finanční výsledek hospodaření	**-2 049**	**-2 312**	**-2 566**	**-2 726**	**-2 895**	**-3 073**	**-3 262**	**-3 506**
Hrubý zisk před daní	19 349	20 141	19 829	29 049	27 327	32 804	32 356	24 630
Daň z příjmu	-2 415	-2 769	-2 475	-3 626	-3 411	-4 094	-4 038	-3 074
Hospodářský výsledek	**16 934**	**17 372**	**17 354**	**25 424**	**23 917**	**28 709**	**28 318**	**21 556**
Hospodářský výsledek na akcii	**0,33**	**0,33**	**0,33**	**0,49**	**0,46**	**0,55**	**0,54**	**0,41**

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Tabulka 12: Nové odhady výnosů pro celou skupinu

v tis. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Objem sázek	***337 876***	***384 172***	***394 467***	***423 289***	***447 177***	***473 366***	***493 622***	***509 375***
- vsazený objem peněz	317 502	363 310	373 796	385 082	398 664	411 782	424 818	437 590
- poplatky	20 373	20 862	16 272	15 597	15 129	14 675	14 235	13 808
Vyplacené sázky	-253 182	-291 357	-303 762	-330 496	-351 690	-376 861	-394 940	-409 624
Hrubé výnosy ze sázení	84 694	92 815	90 575	92 792	95 487	96 504	98 682	99 751
- on-line sázení	16 916	22 926	0	36 904	42 261	46 588	50 855	54 693
- sázení v kamenných obchodech	67 778	69 889	90 575	55 888	53 226	49 916	47 828	45 057
Daň ze sázek (Polsko, Slovensko)	-11 180	-12 498	-11 155	-12 363	-13 027	-13 607	-14 150	-14 645
Ostatní výnosy	1 110	878	16	31	36	41	46	46
Výnosy	**74 624**	**81 195**	**81 416**	**87 435**	**93 971**	**100 150**	**104 889**	**106 442**
Výnosy Y/Y v %	*-4,6*	*8,8*	*0,3*	*7,4*	*7,5*	*6,6*	*4,7*	*1,5*
Vybraná daň (ČR)	-6 965	-6 799	-7 306	-9 772	-10 686	-11 614	-12 229	-12 410
Osobní náklady	-23 499	-25 576	-26 088	-26 740	-27 408	-28 093	-28 796	-29 602
Odpisy a amortizace	-2 138	-2 630	-3 025	-3 478	-3 896	-4 285	-4 405	-4 528
Ostatní provozní výnosy	910	1	16	31	36	41	46	46
Ostatní provozní náklady	-21 534	-22 137	-29 038	-27 384	-28 977	-30 795	-32 289	-33 575
Provozní výsledek hospodaření	**21 398**	**22 453**	**15 976**	**20 093**	**23 040**	**25 404**	**27 215**	**26 372**
Finanční výnosy	2 593	2 904	3 136	3 262	3 392	3 528	3 669	3 772
Finanční náklady	-4 642	-5 431	-5 703	-5 988	-6 287	-6 602	-6 932	-7 278
Finanční výsledek hospodaření	**-2 049**	**-2 312**	**-2 566**	**-2 726**	**-2 895**	**-3 073**	**-3 262**	**-3 506**
Hrubý zisk před daní	19 349	20 141	13 409	17 367	20 146	22 330	23 953	22 866
Daň z příjmu	-2 415	-2 769	-1 674	-2 168	-2 514	-2 787	-2 990	-2 854
Hospodářský výsledek	**16 934**	**17 372**	**11 736**	**15 199**	**17 631**	**19 543**	**20 963**	**20 012**
Hospodářský výsledek na akcii	**0,33**	**0,33**	**0,23**	**0,29**	**0,34**	**0,38**	**0,40**	**0,38**

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Pro výpočet diskontní sazby byl použit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) viz tabulka č.13. Diskontní sazba byla stanovena na úrovni 7,2 %, což je vůči minulému ocenění mírný pokles.

Tabulka č. 13: Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) použitý pro výpočet diskontní sazby

Desetiletetý český státní dluhopis*	3,04
Beta**	0,945
Tržní úroková míra***	7,44
Diskontní sazba	7,2

*** Výnosnost indexu desetiletého indexu českých státních dluhopisů**
**** Beta je počítána z měsíčních dat regresní metodou**
*****Pro zmíněnou předpověď rizika trhu PX byl použit model dynamicko stochastické simulace dle Broydena, který zahrnuje 3 rovnice, které jsou tvořeny endogenními a exogenními proměnnými, přičemž pro exogenní proměnné jsou použity odhady analytiků z agentury Bloomberg**
Zdroj: Fio banka,a.s.
Zdroj: Bloomberg

Pro ocenění akcií společnosti Fortuna bylo použito vícefázového modelu volného peněžního toku pro akcionáře (FCFE), přičemž naše cena za akcii je stanovena **s časovým horizontem 12 měsíců ve výši 5,27 EUR (129 Kč), z toho důvodu doporučujeme investorům danou akcii koupit.**

Tabulka 14: Výpočet Free cash flow to equity (FCFE)

Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v tisících EUR	*2010*	*2011E*	*2012E*	*2013E*	*2014E*	*2015E*	*2016E*
Upravený čistý provozní zisk	17 372	11 736	15 199	17 631	19 543	20 963	20 012
Investiční výdaje	3 565	3 601	7 278	7 578	7 730	8 021	8 314
Pohledávky	1 780	1 784	1 916	2 060	2 195	2 299	2 333
Krátkodobý finanční majetek	17 253	17 770	18 481	19 405	20 570	21 804	23 112
Neúročené běžné závazky	23 001	23 062	23 992	25 729	27 371	28 631	29 043
Pracovní kapitál	(3 969)	(3 507)	(3 595)	(4 264)	(4 607)	(4 528)	(3 598)
Změna pracovního kapitálu	1 926	462	(88)	(670)	(342)	79	930
Odpisy	(2 630)	(3 025)	(3 478)	(3 896)	(4 285)	(4 405)	(4 528)
Splátky dluhů	(9 223)	(9 237)	(9 593)	(7 631)	(3 845)	0	0
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	5 288	1 461	1 894	6 987	12 596	17 268	15 297
Růst FCFE							0,03
Pokračující hodnota společnosti							347 820
Diskontovaný FCFE		336	1 648	5 672	9 539	12 199	245 709
Součet Diskontovaného FCFE		275 103					
Diskontované FCFE na akcii v EUR		5,29					
Diskontované FCFE na akcii v CZK		129					

Zdroj: Fio banka, a.s.

SWOT analýza	
Silné stránky	• Druhý největší tržní podíl v ČR, první v SR a druhý nejvyšší v Polsku • Úspěšné zahájení prodejů stíracích losů a brzké zahájení číselné loterie v ČR • Vytvořená hustá síť kamenných obchodů
Slabé stránky	• Hrubé výhry společnosti jsou závislé na kvalitě bookmakingu (na jednotlivých kurzech konkrétních zápasů) • Intenzivnější konkurence sráží marži kurzových sázek na nejdůležitějším trhu v ČR
Příležitosti	• Vyšší podíl tržeb z on-line kurzových sázek • Číselná loterie v ČR a dalších zemích (úspory z rozsahu) • Spuštění platformy pro on-line sázení v Polsku • Uplatnění opce na Fortuna Chorvatsko
Hrozby	• Intenzivní konkurence ze strany nízkonákladových on-line provozovatelů kurzových sázek na všech trzích • Rychlejší než očekávaná migrace zákazníků k on-line sázení v neprospěch kamenných obchodů • Silná konkurence v odvětví číselné loterie Výše uvedená rizika mohou mít v budoucnu negativní vliv na hospodaření firmy a mohou negativně ovlivnit hlavní předpoklady modelu. V případě nižších než predikovaných výnosech a celkové ziskovosti společnosti může být naše kalkulovaná vnitřní hodnota společnosti nadhodnocená.

Ing. Robin Koklar, MBA
Finanční analytik
www.fio.cz
robin.koklar@fio.cz

Dozor nad Fio banka, a.s. vykonává Česká národní banka.
Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále "Fio"). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu u 13 emisí zařazených v segmentu SPAD. Fio není tvůrcem trhu emise akcií Kit Digital, Inc.
Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučeních na nich uveřejněných.
Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.
Koupit – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně
Akumulovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu
Držet – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny
Redukovat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu
Prodat – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně
Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

K dnešnímu datu 21.9.2011 Fio banka, a.s. má platných 15 investičních doporučení. Z toho je 9 doporučení k nákupu, 2 držet a 3 doporučení akumulovat a 1 doporučení redukovat. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.