



Fio banka, a.s.

**Fio**

# Analýzy a doporučení

## FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP N.V.

**Doporučení: koupit**

**Cílová cena: 4,26 EUR 104,- Kč**



**14.9.2012**

**Nové doporučení – koupit**

Předešlé doporučení – koupit

**Nová cílová cena – 104,- Kč**

Předešlá cílová cena – 126,- Kč

### Základní informace o společnosti

Strawinskylaan 1223 WTC

T.A/L 12, 1077XX

Amsterdam

Nizozemsko

[www.fortuna-group.eu](http://www.fortuna-group.eu)

Odvětví: provozovatel kurzových sázek

Uzavírací cena k 13.9.2012 – 88,99 Kč

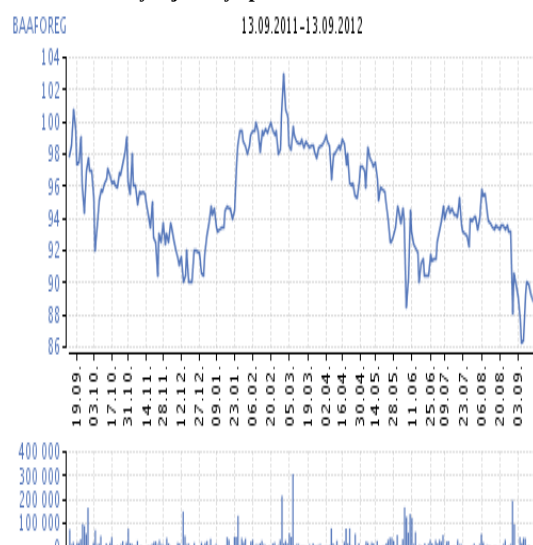
Roční maximum – 29.2.2012

103,2 Kč

Roční minimum - 5.9.2012

86,25 Kč

**Graf 1: Graf vývoje ceny společnosti Fortuna**



Zdroj: BCPB

Ponecháváme stávající investiční doporučení pro akcie společnosti Fortuna na stupni koupit, ovšem snižujeme cílovou cenu oceňované společnosti na hodnotu 104,- Kč za akcii z předešlých 126,- Kč za akcii.

Cílovou cenu společnosti jsme snížili zejména díky očekávanému poklesu marží ze sázení v Polsku a Slovensku a horší výkonnosti číselné loterie v ČR a prodeji 10 % podílu ve společnosti Fortuna Loterie. Dále se na nižší cílové ceně projevil mírný pokles očekávaného dlouhodobého růstu společnosti, mírně vyšší diskontní sazba a vyšší splátky dluhů. Na druhé straně pozitivně na ocenění působily vyšší objemy sázek a vyšší čistý zisk z kurzového sázení v ČR, což bylo ovlivněno úspěchem z EURO 2012 a akvizicí klientů.

### Výsledky ve 2Q 2012

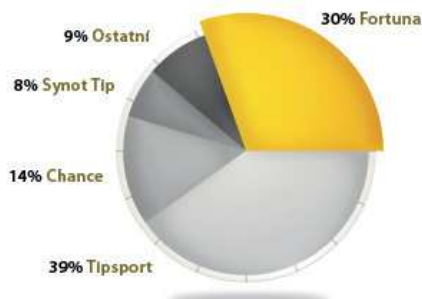
Hospodářské výsledky za 1H 2012 byly mírně horší a to zejména díky nelepším se výnosům z číselné loterie a slabé marži z kurzového sázení ve 2Q 2012, která by ovšem dle managementu měla být jen dočasná. Přestože přijaté sázky překonaly očekávání analytiků, tak hrubé výhry díky nízkým maržím zaostaly a čistý zisk byl slabší z důvodu vysokých nákladů a slabých výnosů číselné loterie. Z pohledu jednotlivých zemí se nejvíce dařilo Polsku, kde přijaté sázky meziročně vzrostly o 31 % a to z důvodu spuštění on-line sázení, kde Fortuna přišla na trh jako první licencovaný obchodník. Navíc k dobrým výsledkům v Polsku přispěla i akvizice polských poboček od společnosti Tipsprot a akvizice nových zákazníků v průběhu mistrovství Evropy ve fotbale. Při meziročním srovnání se v první polovině roku 2012 dařilo navýšit přijaté sázky i v ČR a to o 10 %, Slovensku o 3,4 % a Maltě o 2 %. Hrubé výhry se sice meziročně zvýšily, ale nestačily na odhady analytiků, neboť marže se ve 2Q propadly díky EURO 2012, kde vítězili zejména favorité. Díky EURO 2012 společnost získala 13 tisíc nových zákazníků ve třech hlavních zemích, kde operuje a přijaté sázky se oproti mistrovství z roku 2008 zvýšily o 25 %. Z pohledu hrubých výher se dařilo ve sledovaném období nejvíce Polsku poté Slovensku a Česku.

Skupina operuje na čtyřech trzích: českém, slovenském, polském a maďarském. Fortuna Entertainment Group (Fortuna) je vedoucí poskytovatel kurzových sázek provozující síť poboček ve střední a východní Evropě. Od července 2011 provozuje Fortuna číselnou loterii v České republice.

## Kurzové sázení v ČR

V ČR je s kurzovým sázením Fortuna v tržním podílu na druhém místě za Tipsportem, ovšem odvětví vykazuje oligopolní strukturu, což je patrné z grafu č. 2.

Graf č. 2: Podíl Fortuny na trhu kurzových sázek v ČR



Zdroj: Fortuna

Na českém trhu je Fortuna Entertainment Group jednou z největších a nejstarších sázkových kanceláří. 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. V minulém ocenění byly naše odhady objemu sázek podhodnocené z důvodu úspěšného průběhu EURO 2012.

Tabulka 1: Původní odhad výnosů z kurzových sázek v ČR

| v mil. EUR                     | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Objem sázek</b>             | 215,0  | 211,8  | 218,2  | 224,7  |
| <b>Vyplacené sázky</b>         | -170,4 | -166,9 | -172,8 | -178,4 |
| Hrubé výnosy ze sázení         | 44,6   | 44,9   | 45,4   | 46,3   |
| - on-line sázení               | 16,8   | 16,9   | 17,9   | 19,1   |
| - sázení v kamenných obchodech | 27,8   | 28,0   | 27,4   | 27,1   |
| <b>Daň ze sázek</b>            | -8,0   | -9,0   | -9,2   | -9,4   |
| <b>Výnosy</b>                  | 44,8   | 45,7   | 46,2   | 47,2   |

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

V tabulce č. 2 jsou uvedené nové odhady, které ukazují, že objem sázek se pro roky 2012 až 2014 oproti původním předpokladům zvýšil, což bylo způsobené zejména úspěchem EURO 2012. Mistrovství Evropy ve fotbale 2012 přineslo společnosti nárůst počtu nových klientů a to převážně v ČR a Polsku.

Tabulka 2: Nový odhad výnosů z kurzových sázek v ČR

| v mil. EUR                     | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Objem sázek</b>             | 215,0  | 226,4  | 233,1  | 240,1  |
| <b>Vyplacené sázky</b>         | -170,4 | -181,1 | -184,7 | -191,2 |
| Hrubé výnosy ze sázení         | 44,6   | 45,2   | 48,5   | 49,0   |
| - on-line sázení               | 16,8   | 18,7   | 19,2   | 20,3   |
| - sázení v kamenných obchodech | 27,8   | 26,6   | 29,3   | 28,7   |
| <b>Daň ze sázek</b>            | -8,0   | -9,0   | -9,8   | -9,9   |
| <b>Výnosy</b>                  | 44,8   | 45,7   | 49,0   | 49,5   |

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

Přestože vzrostl objem sázek, tak hrubé výhry se zvýšily jen minimálně, což bylo ovlivněno nižší marží, neboť na mistrovství Evropy vyhrávaly převážně favorité. Původní odhad zahrnoval vyšší ostatní výnosy, z toho důvodu jsou pro rok 2012 celkové výnosy shodné. V následujících letech by se měly marže ze sázení stabilizovat a mírně klesat, ovšem v porovnání s původními odhady by výnosy měly vzrůstat.

## Loterijní trh ČR

Loterijnímu trhu stále dominuje Sazka, která drží více než 94 % trhu. Cíle Fortuny zprvu počítaly se získáním pětinového tržního podílu do dvou let, což se ukázalo jako nereálné. Tipsport očekával, že po spuštění hry Tipšestka získá zhruba desetinu trhu, což se nestalo. Návrat Sazky na výsluní je zřejmě způsoben tím, že společnost byla ovládnuta skupinami PPF a KKCG, které vynaložily vysoké náklady na reklamu a konzervativní český sázkař zůstal věrný Sazce. Podle představitelů Fortuny drží společnost zhruba 40 % tržní podíl ve stíracích losech a od září by měly být losy nabízeny i ve všech pobočkách České pošty.

### Tržby z loterií za období od 1. ledna do 26. srpna 2012\*

(v milionech Kč)

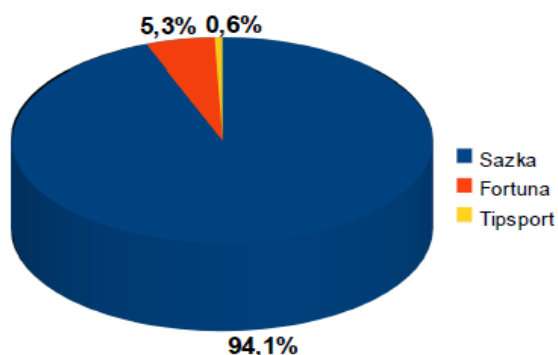
|          |          |
|----------|----------|
| Sazka    | 2 708,31 |
| Fortuna  | 171,31   |
| TipSport | 23,64    |

### Průměrné letošní týdenní tržby z loterií\*

(v milionech Kč)

|          |       |
|----------|-------|
| Sazka    | 79,66 |
| Fortuna  | 5,04  |
| TipSport | 0,70  |

### Aktuální rozložení sil na českém loterijním trhu\*



\* Nejedná se o celkové tržby uvedených firem z loterií, ale jen o tržby veřejně dohledatelné. U Sazky jsou tak do výpočtu zahrnuty pouze výsledky z her Sportka, Šance a Euromiliony, u Fortuny z her Fortuna Loto, Šťastné číslo, SuperLoto a Loto Plus, v případě TipSportu pak tržby z loterie Tipšestka.

Zdroj: Slotmarket

[http://slotmarket.cz/wp-content/uploads/2012/08/Loterijn%C3%AD-trh\\_1.pol\\_.2012.pdf](http://slotmarket.cz/wp-content/uploads/2012/08/Loterijn%C3%AD-trh_1.pol_.2012.pdf)

## Fortuna Loterie

Výnosy číselné loterie Fortuny jsou od počátku roku 2012 z pohledu týdenních tržeb zhruba stabilní, což jde proti našim původním odhadům, kde jsme očekávali dynamický růst. Fortuně se dosud nepodařilo přijít s jednoduchou číselnou loterií, která by slibně konkurovala Sazce. Dle managementu Fortuny jsou slabší data z číselné loterie částečně ovlivněna slabým druhým kvartálem loterijního trhu v ČR. Na druhé straně se Fortuně daří v prodeji stíracích losů, kde společnost disponuje zhruba 40 % podílem na trhu. Představitelé Fortuny stále očekávají, že se loterijní projekt dostane v první polovině roku 2013 do kladných čísel, což bude zřejmě možné pouze za předpokladu strmého poklesu nákladů. Nově odhadujeme pro rok 2012 a dále nižší přijaté sázky a jelikož počítáme se stejnou marží, sníží se i výnosy a EBITDA. Navíc nově zahrnujeme i fakt, že Fortuna prodala 10 % podíl ve společnosti Fortuna Loterie společnosti E-INVEST, tudíž čisté zisky v budoucích letech z číselné loterii poplynou akcionářům Fortuny pouze z 90 %.

Tabulka 3: Původní odhady výnosů z číselné loterie v ČR

| v mil. EUR                           | 2011  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Přijaté sázky/Amounts staked</b>  | 9,9   | 21,43  | 26,79  | 30,81  | 33,89  | 36,60  | 37,70  |
| <b>Vyplacené výhry</b>               | -4,8  | -10,76 | -13,40 | -15,40 | -16,94 | -18,30 | -18,85 |
| <b>Hrubé výhry/Gross win</b>         | 5,1   | 10,67  | 13,40  | 15,40  | 16,94  | 18,30  | 18,85  |
| <b>Hrubé výhry ze stíracích losů</b> | 1,6   | 3,16   | 4,19   | 4,82   | 5,30   | 5,72   | 5,89   |
| <b>Hrubé výhry z loterie</b>         | 3,5   | 7,51   | 9,15   | 10,52  | 11,58  | 12,50  | 12,88  |
| <b>Výnosy</b>                        | 5,1   | 10,67  | 13,40  | 15,40  | 16,94  | 18,30  | 18,85  |
| <b>EBITDA</b>                        | -6,70 | -4,53  | 2,92   | 4,41   | 5,48   | 6,39   | 6,58   |

Zdroj: Fio banka, a.s.

Tabulka 4: Nové odhady výnosů z číselné loterie v ČR

| v mil. EUR                           | 2011  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Přijaté sázky/Amounts staked</b>  | 9,9   | 19,79  | 23,75  | 27,31  | 30,05  | 32,45  | 33,42  |
| <b>Vyplacené výhry</b>               | -4,8  | -10,00 | -11,88 | -13,66 | -15,02 | -16,22 | -16,71 |
| <b>Hrubé výhry/Gross win</b>         | 5,1   | 9,80   | 11,88  | 13,66  | 15,02  | 16,22  | 16,71  |
| <b>Hrubé výhry ze stíracích losů</b> | 1,6   | 2,58   | 4,19   | 4,82   | 5,30   | 5,72   | 5,89   |
| <b>Hrubé výhry z loterie</b>         | 3,5   | 7,32   | 9,15   | 10,52  | 11,58  | 12,50  | 12,88  |
| <b>Výnosy</b>                        | 5,1   | 9,80   | 11,88  | 13,66  | 15,02  | 16,22  | 16,71  |
| <b>EBITDA</b>                        | -6,70 | -5,47  | 2,40   | 3,16   | 3,48   | 3,75   | 3,87   |

Zdroj: Fortuna, Fio banka, a.s.

## Výhled pro rok 2012

Výhled managementu pro rok 2012 je pro celou společnost následující:

- o Zlepšení kurzového sázení z mobilních platforem
- o Posílit pozici č. 1 v efortuna.pl
- o Výnosy z loterie by se měly dostavit z prodeje stíracích losů na České poště

## Fortuna na slovenském trhu

Slovenský trh byl prvním, na kterém Fortuna Entertainment Group v roce 2007 spustila internetové sázení. Dceřiná společnost skupiny - FORTUNA SK - zde disponuje sítí, která čítá téměř 400 poboček, z toho je více než 100 Fortunek. Fortunka je koncept na bázi franšízy, kdy je sázkový terminál společnosti umístěn v barech a restauracích. Generálním ředitelem FORTUNA SK se v roce 2011 stal Milan Alákša. Na slovenském trhu jsme pro rok 2012 přistoupili ke snížení celkových přijatých sázek a poklesu marže ze sázení, což se projevilo i v propadu výnosů v roce 2012 a dalších letech.

Tabulka 5: Původní odhad výnosů z kurzových sázek v SR

| v tis. EUR                     | 2011  | 2012E | 2013E  | 2014E  |
|--------------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Celkové přijaté sázky          | 131,3 | 133,9 | 139,2  | 144,0  |
| Vyplacené sázky                | -98,9 | -97,9 | -102,5 | -107,3 |
| Hrubé výnosy ze sázení         | 32,4  | 36,0  | 36,8   | 36,7   |
| - on-line sázení               | 12,5  | 13,9  | 14,9   | 15,9   |
| - sázení v kamenných obchodech | 19,9  | 22,1  | 22,1   | 22,1   |
| Daň ze sázek                   | -6,5  | -6,7  | -7,0   | -7,2   |
| Ostatní výnosy                 | 0,2   | 0,2   | 0,0    | 0,0    |
| Výnosy                         | 26,2  | 29,5  | 29,8   | 29,5   |

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

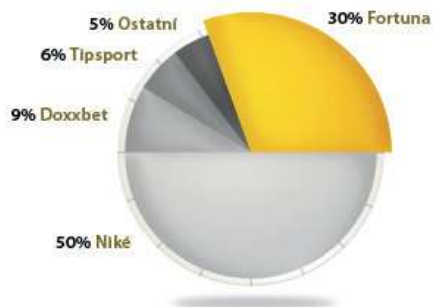
Na Slovensku očekáváme v roce 2012 mírný pokles objemu přijatých sázek, což je zřejmě způsobeno vysokou mírou nezaměstnanosti, navíc odhadujeme nižší marži ze sázení pro letošní rok a následující roky, což se projeví v nižších výnosech.

Tabulka 6: Nový odhad výnosů z kurzových sázek v SR

| v tis. EUR                     | 2011  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Celkové přijaté sázky          | 131,3 | 132,3  | 137,6  | 142,3  |
| Vyplacené sázky                | -98,9 | -100,6 | -103,2 | -107,4 |
| Hrubé výnosy ze sázení         | 32,4  | 31,7   | 34,4   | 34,9   |
| - on-line sázení               | 12,5  | 12,5   | 13,4   | 14,3   |
| - sázení v kamenných obchodech | 19,9  | 19,2   | 19,2   | 19,2   |
| Daň ze sázek                   | -6,5  | -6,8   | -6,9   | -7,1   |
| Ostatní výnosy                 | 0,2   | 0,2    | 0,2    | 0,2    |
| Výnosy                         | 26,2  | 25,2   | 27,8   | 28,0   |

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

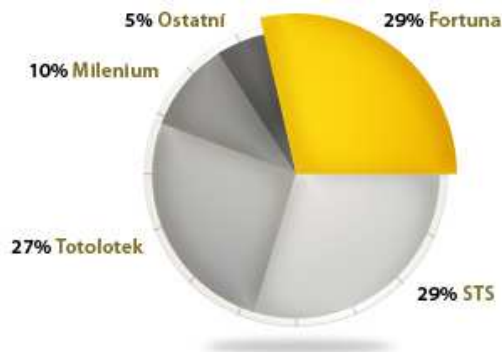
Graf č. 3: Rozdělení trhu sportovního sázení na Slovensku



Zdroj: Fortuna

## Fortuna na polském trhu

Graf č. 4: Rozdělení trhu sportovního sázení v Polsku



Zdroj: Fortuna

## Fortuna na polském trhu

Polská Fortuna je jedničkou na trhu. Fortuně se podařilo spustit na začátku letošního roku online sázení v Polsku a Fortuna je zřejmě jedničkou na trhu online sázení.

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                     | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Objem sázek</b>             | 49,4  | 62,8  | 65,9  | 69,2  |
| <b>Vyplacené sázky</b>         | -29,9 | -37,3 | -39,6 | -42,2 |
| Hrubé výnosy ze sázení         | 19,4  | 25,5  | 26,4  | 27,0  |
| - on-line sázení               | 0,0   | 4,1   | 7,0   | 9,2   |
| - sázení v kamenných obchodech | 19,4  | 21,4  | 19,3  | 17,8  |
| <b>Daň ze sázek</b>            | -5,9  | -7,5  | -7,9  | -8,3  |
| Ostatní výnosy                 | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <b>Výnosy</b>                  | 13,5  | 18,0  | 18,5  | 18,7  |

Zdroj: Fio banka, a.s.

Naše původní odhady na polský trh byly z pohledu přijatých sázek příliš pesimistické a rozjezd on-line platformy byl v případě Fortuny bleskový. V Polsku byly donedávna patrné velmi vysoké marže částečně způsobené pouze pobočkovým prodejem, což se změnilo a z toho důvodu nově odhadujeme nižší marže ze sázení, jak se bude zvyšovat podíl on-line sázení. Přestože nové odhady zahrnují vyšší objem sázek, jsou výnosy z důvodu nižší marže v letech 2012 a dále oproti původním odhadům nižší.

Tabulka 8: Nové odhady výnosů v Polsku

| v tis. EUR                     | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Objem sázek</b>             | 49,4  | 65,1  | 68,4  | 71,8  |
| <b>Vyplacené sázky</b>         | -29,9 | -42,1 | -43,1 | -46,0 |
| Hrubé výnosy ze sázení         | 19,4  | 25,0  | 25,3  | 25,9  |
| - on-line sázení               | 0,0   | 2,6   | 4,3   | 5,6   |
| - sázení v kamenných obchodech | 19,4  | 22,4  | 21,0  | 20,2  |
| <b>Daň ze sázek</b>            | -5,9  | -7,9  | -8,2  | -8,6  |
| Ostatní výnosy                 | 0,0   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| <b>Výnosy</b>                  | 13,5  | 17,2  | 17,2  | 17,3  |

Zdroj: Fio banka, a.s.

## Dividendová politika

### Dividendová politika

Valná hromada akcionářů společnosti Fortuna Entertainment Group N.V. schválila návrh představenstva firmy na výplatu hrubé hotovostní dividendy za finanční rok 2011 ve výši 0,23 eur na jednu akcii.

**Tabulka 9: Původní odhady dividendové politiky**

|                                       | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Objem vyplacených dividend v mil. EUR | 15,60 | 11,99 | 14,02 | 15,56 |
| Dividenda na akcii v EUR              | 0,30  | 0,23  | 0,27  | 0,30  |
| Dividendový výplatní poměr v %        | 90    | 90    | 90    | 90    |

Zdroj: Fio banka, a.s.

Očekáváme, že Fortuna udrží svůj dividendový výplatní poměr na hodnotě 90 % a předpokládáme, že dividendy v roce 2012 mírně poklesne na hodnotu 0,22 EUR na akcii.

**Tabulka 10: Nové odhady dividendové politiky**

|                                       | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Objem vyplacených dividend v mil. EUR | 15,60 | 11,99 | 11,24 | 14,42 |
| Dividenda na akcii v EUR              | 0,30  | 0,23  | 0,22  | 0,28  |
| Dividendový výplatní poměr v %        | 90    | 90    | 90    | 90    |

Zdroj: Fio banka, a.s.

Nové odhady výsledovky zobrazené v tabulce č. 12 vykazují od roku 2012 a dále nižší čisté zisky ve srovnání s původními odhady, přestože objem sázek je v nových odhadech vyšší. Důvodem jsou pokles marží ze sázení v budoucích letech, prodej 10 % podílu ve Fortuně Loterii a pokles objemu sázek i čistého zisku v loterii oproti původním odhadům. V roce 2013 očekáváme dynamický růst čistého zisku, který by měl pramenit z toho, že se loterie dostane do kladných čísel.

**Tabulka 11: Původní odhady výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu**

| v mil. EUR                                       | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|--------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Přijaté sázky/Amounts staked</b>              | 409,3  | 433,9  | 454,3  | 473,1  | 491,0  | 507,5  |
| <b>Vyplacené výhry</b>                           | -307,5 | -316,6 | -332,0 | -347,1 | -362,1 | -376,0 |
| <b>Hrubé výhry/Gross win</b>                     | 101,8  | 117,3  | 122,4  | 126,1  | 128,9  | 131,5  |
| <i>Hrubé výhry ze sportovního sázení</i>         | 96,7   | 106,7  | 109,0  | 110,7  | 111,9  | 113,2  |
| <i>Hrubé výhry ze sportovního sázení on-line</i> |        | 35,3   | 40,3   | 44,9   | 49,1   | 52,5   |
| <i>Hrubé výhry ze sportovního sázení pobočky</i> |        | 71,4   | 68,9   | 67,1   | 65,6   | 64,0   |
| <i>Hrubé výhry z loterie</i>                     | 5,1    | 10,7   | 13,4   | 15,4   | 16,9   | 18,3   |
| <i>Hrubé výhry z loterie stírací losy</i>        |        | 3,2    | 4,2    | 4,8    | 5,3    | 5,7    |
| <i>Hrubé výhry z loterie číselné hry</i>         |        | 7,5    | 9,2    | 10,5   | 11,6   | 12,5   |
| <b>Výnosy</b>                                    | 89,8   | 104,2  | 108,4  | 111,4  | 113,6  | 115,8  |
| <b>Daně a odvody státu</b>                       | -9,4   | -11,1  | -11,9  | -12,5  | -13,0  | -13,4  |
| <b>Osobní náklady</b>                            | -26,9  | -27,7  | -28,5  | -29,4  | -30,3  | -30,6  |
| <b>Ostatní provozní výnosy a náklady</b>         | -33,6  | -41,5  | -42,8  | -44,0  | -45,4  | -46,3  |
| <b>EBITDA</b>                                    | 20,0   | 23,8   | 25,1   | 25,5   | 25,0   | 25,6   |
| <b>Odpisy</b>                                    | -3,1   | -3,6   | -4,0   | -4,4   | -4,6   | -4,7   |
| <b>Provozní zisk</b>                             | 16,8   | 20,2   | 21,1   | 21,0   | 20,4   | 20,9   |
| <b>Finanční náklady (netto)</b>                  | -0,9   | -1,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| <b>Zisk před zdaněním</b>                        | 15,9   | 19,2   | 21,1   | 21,0   | 20,4   | 20,9   |
| <b>Daň z příjmu</b>                              | -2,6   | -3,7   | -4,0   | -4,0   | -3,9   | -4,0   |
| <b>Čistý zisk</b>                                | 13,3   | 15,6   | 17,1   | 17,0   | 16,5   | 16,9   |

Zdroj: Fio banka, a.s., Fortuna

**Tabulka 12: Nové odhady výkazu zisků a ztrát pro celou skupinu**

| v mil. EUR                                       | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|--------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Přijaté sázky/Amounts staked</b>              | 409,3  | 448,0  | 467,6  | 486,4  | 504,5  | 521,2  |
| <b>Vyplacené výhry</b>                           | -307,5 | -337,5 | -346,7 | -362,3 | -377,1 | -391,3 |
| <b>Hrubé výhry/Gross win</b>                     | 101,8  | 112,7  | 120,9  | 124,2  | 127,4  | 130,0  |
| <i>Hrubé výhry ze sportovního sázení</i>         | 96,7   | 103,0  | 109,0  | 110,5  | 112,4  | 113,7  |
| <i>Hrubé výhry ze sportovního sázení on-line</i> |        | 34,9   | 37,7   | 41,1   | 44,5   | 47,6   |
| <i>Hrubé výhry ze sportovního sázení pobočky</i> |        | 68,2   | 69,5   | 68,1   | 67,2   | 66,3   |
| <i>Hrubé výhry z loterie</i>                     | 5,1    | 9,8    | 11,9   | 13,7   | 15,0   | 16,2   |
| <i>Hrubé výhry z loterie stírací losy</i>        |        | 2,6    | 4,2    | 4,8    | 5,3    | 5,7    |
| <i>Hrubé výhry z loterie číselné hry</i>         |        | 7,3    | 9,2    | 10,5   | 11,6   | 12,5   |
| <b>Výnosy</b>                                    | 89,8   | 98,8   | 106,5  | 109,2  | 111,8  | 113,9  |
| <b>Daně a odvody státu</b>                       | -9,4   | -11,3  | -12,2  | -12,6  | -13,1  | -13,5  |
| <b>Osobní náklady</b>                            | -26,9  | -27,7  | -28,5  | -29,4  | -30,3  | -30,6  |
| <b>Ostatní provozní výnosy a náklady</b>         | -33,6  | -39,8  | -41,0  | -41,8  | -42,6  | -43,5  |
| <b>EBITDA</b>                                    | 20,0   | 20,0   | 24,8   | 25,4   | 25,8   | 26,3   |
| <b>Odpisy</b>                                    | -3,1   | -3,6   | -4,0   | -4,4   | -4,6   | -4,7   |
| <b>Provozní zisk</b>                             | 16,8   | 16,4   | 20,8   | 20,9   | 21,3   | 21,6   |
| <b>Finanční náklady (netto)</b>                  | -0,9   | -1,0   | -1,0   | -1,0   | -1,0   | -1,0   |
| <b>Zisk před zdaněním</b>                        | 15,9   | 15,4   | 19,8   | 20,0   | 20,3   | 20,6   |
| <b>Daň z příjmu</b>                              | -2,6   | -2,9   | -3,8   | -3,8   | -3,8   | -3,9   |
| <b>Čistý zisk</b>                                | 13,3   | 12,5   | 16,0   | 16,1   | 16,4   | 16,7   |

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 7,635 %, což je vůči minulému ocenění mírný růst.

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

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| Desetiletý český státní dluhopis* | 2,429 |
| Beta**                            | 0,72  |
| Tržní úroková míra***             | 9,66  |
| Diskontní sazba                   | 7,635 |

\* Výnosnost indexu desetiletého indexu českých státních dluhopisů

\*\* Beta je počítána z týdenních 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 4,26 EUR (104 Kč), z toho důvodu doporučujeme investorům danou akcii koupit. Do poklesu cílové ceny se promítlo též mírné zvýšení diskontní sazby, nárůst splátek dluhů a mírný pokles pokračujícího růstu společnosti na 2,6 %, který odráží prodej podílu v dceřiné společnosti Fortuna Loterie.

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

| Výpočet Free cash flow to equity (FCFE) v tisících EUR | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E    | 2016E   | 2017E   |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| Upravený čistý provozní zisk                           | 13 320  | 12 494  | 16 018  | 16 117  | 16 365   | 16 662  | 16 782  |
| Investiční výdaje                                      | 4 671   | 4 905   | 5 052   | 5 203   | 5 359    | 5 520   | 5 686   |
| Pohledávky                                             | 2 613   | 2 874   | 3 097   | 3 176   | 3 252    | 3 313   | 3 347   |
| Krátkodobý finanční majetek                            | 17 533  | 18 234  | 19 146  | 20 295  | 21 512   | 22 803  | 24 171  |
| Neúročené běžné závazky                                | 16 517  | 17 968  | 19 304  | 19 776  | 20 234   | 20 599  | 20 803  |
| Pracovní kapitál                                       | 3 629   | 3 140   | 2 939   | 3 694   | 4 531    | 5 517   | 6 716   |
| Změna pracovního kapitálu                              | (9 765) | (489)   | (201)   | 755     | 837      | 986     | 1 199   |
| Odpisy                                                 | (3 132) | (3 602) | (4 034) | (4 437) | (4 562)  | (4 689) | (4 821) |
| Splátky dluhů                                          | (9 237) | (5 928) | (5 745) | (7 013) | (15 555) | (6 229) | (6 229) |
| Nové emise dluhových instrumentů či nové úvěry         |         |         |         |         |          | 5 700   | 5 700   |
| Free Cash Flow to Equity (FCFE)                        | 12 309  | 5 752   | 9 456   | 7 583   | (824)    | 14 316  | 14 190  |
| Růst FCFE                                              |         |         |         |         |          |         | 0,03    |
| Pokračující hodnota společnosti                        |         |         |         |         |          |         | 281 804 |
| Diskontovaný FCFE                                      |         | 2 672   | 8 162   | 6 081   | (614)    | 9 910   | 195 062 |
| Součet Diskontovaného FCFE                             |         | 221 273 |         |         |          |         |         |
| Diskontované FCFE na akcii                             |         | 4,26    |         |         |          |         |         |
| Diskontované FCFE na akcii                             |         | 104     |         |         |          |         |         |

Zdroj: Fio banka, a.s.

**Tabulka 15: Citlivostní analýza**

| Diskontní sazba |       |       |       |       |      |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|------|
| FCFE růst       | 6,6%  | 7,1%  | 7,6%  | 8,1%  | 8,6% |
| 1,6%            | 108,5 | 97,6  | 88,6  | 81,0  | 74,4 |
| 2,1%            | 119,1 | 106,1 | 95,5  | 86,7  | 79,2 |
| 2,6%            | 132,2 | 116,4 | 103,7 | 93,4  | 84,8 |
| 3,1%            | 149,1 | 129,3 | 113,8 | 101,5 | 91,4 |
| 3,6%            | 171,6 | 145,8 | 126,4 | 111,3 | 99,3 |

Zdroj: Fio banka, a.s.

## SWOT analýza

### Silné stránky

- Druhý největší tržní podíl v ČR a v SR a první nejvyšší v Polsku
- Úspěšné zahájení online platformy v Polsku
- Vytvořená hustá síť kamenných obchodů

### Slabé stránky

- Číselná loterie není v současné době vůči Sazce konkurenceschopná

### Příležitosti

- Vyšší podíl tržeb z on-line kurzových sázek
- Rozjezd číselná loterie v dalších zemích (úspory z rozsahu)
- Rozjezd on-line pokeru a on-line kasin

### 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 výnosů 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 bankou, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio bankou, a.s. (dále „Fio“). Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny, nebo s ohledem na vývoj na trhu a jiné skutečnosti se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. 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 spoluvědučím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.

**Koupit** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

**Akumulovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k růstu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro vstup do pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Držet** – tržní cena poskytuje prostor k pohybu v rozmezí +5% až -5% od stanovené cílové ceny

**Redukovat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o 5% až 15% ke stanovené cílové ceně, pro výstup z pozice je vhodné využít výkyvů na trhu

**Prodat** – tržní kurz poskytuje zpravidla prostor k poklesu o více jak 15% ke stanovené cílové ceně

Při zvýšené volatilitě na trhu v krátkodobém horizontu nemusí dojít ke změně investičního doporučení okamžitě po překonání příslušných procentních hranic.

**Nákup – long:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do dlouhé pozice (nákup investičního instrumentu), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

**Prodej - short:** doporučení na základě technické analýzy ke vstupu do krátké pozice (prodej investičních instrumentů s následnou půjčkou, spekulace na pokles), konkrétní parametry pro vstup, potenciál a rizika jsou součástí každého dílčího doporučení

K dnešnímu datu 14.9.2012 má Fio banka, a.s. 10 platných investičních doporučení, z toho 2 na základě technické analýzy. Z celkového počtu je 5 doporučení koupit, 2 doporučení nákup-long, 0 prodej-short, 3 doporučení držet a 1 je v revizi. Tuto informaci zveřejňuje obchodník na základě povinnosti mu stanovené Vyhláškou č. 114/2006 o poctivé prezentaci investičních doporučení §7.

Bližší informace o Fio bance, a.s. je možno nalézt na [www.fio.cz](http://www.fio.cz)