

FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Ondřej Moravanský
analytik
moravansky@cyrrus.cz

NA NOVÉHO KONĚ V PRAZE SÁZÍME S KURZEM „AKUMULOVAT“

27.10. 2010

Fortuna Entertainment Group
sázky a loterie

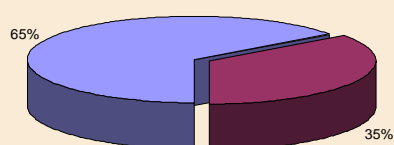
Úvodní doporučení: „akumulovat“
(„accumulate“)

Úvodní cílová cena: 121 Kč / 19,4 PLN

Informace o úpisu

| | |
|-------------------------|---------------|
| Cena úpisu | 4,3 eur |
| První obch. den na BCPP | 22.10.2010 |
| První obch. den na GPW | 28.10.2010 |
| Celkový výnos IPO | 78,3 mil. eur |
| Free-float po úpisu | 35% |
| Míra přeupsání | cca 2x |
| Alokace pro retail | 10% |

Struktura akcionářů Fortuna Group



■ skupina Penta ■ free-float

Základní informace o akciích Fortuna Group

| | |
|-------------------------|---------------|
| Data ke dni: | 26. 10. 2010 |
| Cena akcie: | 106,15 CZK |
| Počet vydaných akcií: | 52,0 mil. |
| Tržní kapitalizace CZK: | 5,52 mld. |
| 52-week max: | 111,00 CZK |
| 52-week min: | 104,25 CZK |
| Průměrný denní objem: | 80,2 mil. CZK |

Sídlo firmy: Strawinskylaan 1223
WTC T.A/L 12, 1077XX
Amsterdam, Nizozemí

Web: www.fortuna-group.eu

ISIN: NL0009604859
WKN: A1C 7AM
Bloomberg: FORTUNA:CP
Reuters: FOREsp.PR

Poprvé od května roku 2008 se pražská burza dočkala primární emise akcií. Minulý týden se odehrál první obchodní den největší středoevropské sázkové společnosti **Fortuna Entertainment Group**.

Historie firmy sahá do roku 1990, nynějším majoritním vlastníkem je investiční skupina Penta. Hlavním oborem činnosti společnosti je provozování kurzových sázek zejména na sportovní utkání, v tomto oboru je skupina největší ve střední Evropě, kdy na každém ze svých trhů (ČR, Polsko, Slovensko) zaujímá druhé místo na trhu. Fortuna má jednak širokou síť kamenných poboček, disponuje také možnostmi sázek on-line. Tento způsob sázení v poslední době nabývá na oblibě a objem sázek podaných on-line výrazně roste. Celkovým objemem je sázkový trh ve východní Evropě stále výrazně pod úrovní západní Evropy.

Vedle klasických kurzových sázek získala společnost během letošního roku licenci na provozování loterijních her v ČR, spuštěním těchto aktivit v příštím roce chce Fortuna konkurovat zejména domácí sázkové společnosti Sazka, která je aktuálně v ČR jediná provozující loterie. Dalším růstovým driverem by měl být rozvoj on-line sázení v Polsku, kde je aktuálně v procesu schvalování legislativa, podle které bude možno on-line sázky v Polsku nabízet. Dalším projektem, od kterého si společnost slibuje růst je on-line herní a sázková platforma FortunaWin, která je z ekonomických důvodů lokalizována na Maltě a aktuálně cílí na maďarský trh. Společnost stále zkoumá další možnosti nových produktů v oblasti sázek a loterií, stejně jako expanze na další trhy. Fortuna také vlastní call opci na chorvatskou společnost Fortuna HR, která ji za jistých podmínek opravňuje převzít sázkové aktivity také v této zemi.

Emise Fortuny svojí velikostí nepatří k největším, sázkové podnikání patří svou charakteristikou k defenzivním, akcie také bude nabízet zajímavý dividendový výnos, podle našich odhadů přibližně 7 % - 8 %.

Na základě ocenění modelem DCF stanovujeme pro akcie společnosti Fortuna Entertainment Group **roční cílovou cenu 121 Kč, resp. 19,4 PLN**. Vzhledem k 14% prémii oproti včerejšímu závěrečnému kurzu stanovujeme pro tyto akcie úvodní investiční doporučení „akumulovat“ / „accumulate“.

Tab. č.1: Základní ukazatele Fortuna Entertainment Group

| | 2008 | 2009 | 2010e | 2011f | 2012f | 2013f | 2014f |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Objem sázek | 322,4 | 337,9 | 359,5 | 381,6 | 404,2 | 424,3 | 446,7 |
| Tržby | 78,2 | 74,6 | 79,3 | 85,0 | 89,4 | 93,4 | 96,6 |
| EBITDA | 25,2 | 23,5 | 24,6 | 25,3 | 25,3 | 26,4 | 27,3 |
| EBIT | 23,6 | 21,4 | 22,5 | 22,9 | 22,5 | 23,3 | 23,9 |
| Čistý zisk | 16,1 | 16,9 | 17,0 | 18,0 | 18,0 | 18,8 | 20,1 |
| EBITDA marže | 32,2% | 31,5% | 31,0% | 29,7% | 28,3% | 28,3% | 28,3% |
| EBIT marže | 30,2% | 28,7% | 28,4% | 26,9% | 25,2% | 25,0% | 24,7% |
| ROA | 24,3% | 18,6% | 19,4% | 20,5% | 20,4% | 21,5% | 22,6% |
| ROE | 83,1% | 48,7% | 36,5% | 35,3% | 34,1% | 34,4% | 35,5% |
| P/E | 13,8 | 13,1 | 13,1 | 12,4 | 12,3 | 11,8 | 11,0 |
| EV/EBITDA | 9,9 | 10,5 | 9,1 | 8,8 | 8,9 | 8,5 | 7,8 |
| P/B | 8,4 | 5,1 | 4,5 | 4,3 | 4,1 | 4,0 | 3,9 |
| Dividenda (€) | - | - | 0,30 | 0,32 | 0,32 | 0,35 | 0,35 |
| Div. výnos (%) | - | - | 7,0% | 7,5% | 7,5% | 8,2% | 8,2% |

Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus

ZÁKLADNÍ PŘEHLED SPOLEČNOSTI FORTUNA

Historie společnosti sahá až do roku 1990, aktuální podobu získal holding až letos.

Aktuálním většinovým vlastníkem společnosti Fortuna Entertainment Group je finanční skupina Penta. Historie společnosti sahá do roku 1990, kdy byla založena jako jedna z prvních sázkových kanceláří v ČR. V roce 2005 převzala firmu skupina Penta, společně se slovenskou sázkovou společností Terno (zal. 1991) a polskou společností Profesjonal (zal. 1997) v témže roce konsolidovala tyto akvizice pod jednotnou značku Fortuna. Na každém ze svých hlavních trhů (ČR, Slovensko, Polsko) má v oblasti sportovního sázení tržní podíl přibližně 30 %, což dělá společnost leaderem v oblasti sázení v regionu střední Evropy. Značka Fortuna je zastoupena také v Chorvatsku (není však přímou součástí skupiny při IPO). Vznik holdingu Fortuna Entertainment Group se odehrál během letošního roku.

Společnost Fortuna kombinuje zejména dvě formy přijímání sázek, jednak přes svých přibližně 1300 poboček (vlastní, nebo v partnerských provozovnách), jednak pomocí webových stránek ifortuna.cz, popř. ifortuna.sk (v Polsku zatím on-line sázení neprovozuje). Kamenné pobočky generují přibližně 77% hrubých výher (gross win), internetová a telefonická platforma generuje přibližně 23% hrubých výher. Podíl hrubých výher z pevných poboček každým rokem klesá. Počet kamenných poboček je největší v ČR (577), následně v SR (379) a Polsku (364), podle aktuálních plánů chce mít společnost do roku 2014 až 1750 poboček, ať vlastních, nebo ve formě partnerských provozoven.

Největší objem sázek jde tradičně na fotbal, s tím souvisí také sponzorská činnost firmy.

Nejvíce sportovních sázek je ve všech zemích vsazeno na fotbal (kolem 60%), v ČR a SR následuje lední hokej (přibližně 10%), tenis (cca 6%) a basketball (5%), v Polsku je na druhém místě tenis (9%), těsně následován hokejem (8%) a také basketballem (6%). Fortuna je také významným sportovním sponzorem, v ČR sponzoruje např. Baník Ostrava nebo Spartu Praha, její jméno nese česká florbalová extraliga, je také partnerem slovenského národního fotbalového týmu. Z oblíbenosti sportovního sázení vyplývá sezónní závislost objemu přijatých sázek a vyplacených výher na aktuálně pořádaných sportovních událostech (MS ve fotbale atd.). Sázkový trh na sportovní události tvoří celkem více než 95% objemu přijatých sázek.

SÁZKOVÝ TRH V EVROPĚ A JEDNOTLIVÝCH ZEMÍCH

Trh sázek a hazardních her se dělí na 3 hlavní obory i) sportovní sázky (betting), ii) on-hazardní hry (gaming) a iii) loterie (lottery). Sázkový trh v regionu (měřeno objemem přijatých sázek), i přes minulé roky „krizového“ poklesu HDP, roste v průměru v řádu jednotek procent. O něco menší dynamiku růstu vykázal ukazatel hrubých výher (gross win). Tradiční způsob sázení na kamených pobočkách v posledních letech ustupuje, stále vyšší podíl na celkových hrubých výhrách generují sázky podané on-line.

Sázkový trh v regionu stále mírně roste, z tohoto růstu těží Fortuna svým cca třetinovým tržním podílem na svých trzích.

V ČR drží Fortuna pozici sázkové dvojky s cca 32% podílem na trhu, za poslední roky roste podíl Fortuny o 2 až 3 procentní body ročně. Vedoucí pozici si udržuje Tipsport s cca 41%, celkový objem hrubých výher v ČR za rok 2009 činí podle odhadů společnosti H2GC cca 119 mil. eur (+20% y/y). Stejný tržní podíl jako v ČR má Fortuna také na Slovensku, jednička na trhu Niké však zaujímá těsně nadpoloviční podíl, celkový objem hrubých výher ze sportovního sázení na Slovensku v roce 2009 podle odhadů dosáhl 73 mil. eur (+4% y/y). Tři největší sázkové společnosti v Polsku včetně Fortuny mají téměř shodný tržní podíl okolo 29% (dalšími jsou STS a Totolotek). Odhadovaný objem hrubých výher v roce 2009 dosáhl celkem 93 mil. eur (+10% y/y). Z dostupných dat roku 2008 vyplývá, že objem hrubých výher na jednoho obyvatele je v ČR cca 11 eur, na Slovensku 15 eur a v Polsku 3 eur. V celé EU je tento průměr až 26 eur. To indikuje z dlouhodobého pohledu značný růstový potenciál sázkového podnikání v regionu, což je a bude jedním z růstových driverů společnosti Fortuna v příštích letech. Vedle lokálních sázkových kanceláří samozřejmě čelí Fortuna konkurenci nejrůznějších off-shore internetových sázkových společností. V tomto oboru Fortuna rozbíhá svůj projekt FortunaWin.

Tab. č.2: Tržní podíly Fortuny na jednotlivých trzích

| 2009 | ČR | Polsko | Slovensko |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Fortuna | 32,0% | 28,5% | 32,0% |
| Tipsport | 43,0% | - | - |
| Niké | - | - | 52,0% |
| STS | - | 28,0% | - |
| Totolotek | - | 29,5% | - |
| Ostatní | 25,0% | 14,0% | 16,0% |

Zdroj: Fortuna

RŮSTOVÉ PROJEKTY

Skupina Fortuna má jednak solidní růsty za sebou, jednak také disponuje růstovými projekty, od kterých si slibuje v budoucnu růst. Financování jednoho z těchto projektů, rozvoje loterijních her v ČR, je také hlavním záměrem použití prostředků získaných primární emisí. Dalšími projekty je rozvoj on-line sázení v Polsku a off-shore herní platforma FortunaWin.

Loterie v ČR

V současné době je jediným provozovatelem loterií v ČR společnost Sazka, a.s. V loterijních hrách bylo za rok 2009 u této společnosti prosázeno přibližně 7,2 mld. Kč a Fortuna si chce z tohoto koláče ukrojit svůj kus. Licenci pro loterijní hry získala společnost v červenci 2010, tj. legislativně již jejímu spuštění nic nebrání. Fortuna také již uzavřela smlouvu na dodávku až 5000 loterijních terminálů (Sazka jich má nyní cca 6500) se společností Intralot Holdings, předním dodavatelem těchto technologií v oboru. Spuštění celého projektu má Fortuna v plánu během roku 2011. Marže hrubých výher v oblasti loterií jsou obecně vyšší než u sportovního sázení. Kapitálové výdaje spojené s rozvojem loterie jsou odhadovány na cca 2 mil. eur, zbývající část do celkového odhadovaného objemu 13 mil. eur pokryje společnost Intralot.

FortunaWin

Projekt FortunaWin je online sázkovou a herní platformou, která aktuálně cílí na maďarský trh a je z ekonomických důvodů lokalizována na Maltě. Tato aktivita byla spuštěna v červnu, a nyní je tedy na počátku svého rozvoje. Platforma je určena ke zvýšení aktivity společnosti Fortuna na poli on-line hazardních her a sázek.

Společnost průběžně hledá cíle akvizic nebo nové příležitosti v investicích v oboru sázek a her v regionu, proto není v budoucnu vyloučen vstup na nový trh, ať již prostřednictvím platformy FortunaWin, nebo akvizicí některé z existujících sázkových společností. Vstup na nový trh formou budování zcela nové pobočkové sítě považujeme za nepravděpodobný. Očekáváme, že dopady úspěchu či neúspěchu výše uvedených projektů na cenu akcie, budou aktuální až v průběhu příštího a nadcházejících let. Do našich odhadů je zahrnut zejména dopad loterijní činnosti v ČR.

FEG má aktuálně cca 1320 retailových „kamenných“ poboček, toto číslo plánuje na všech třech hlavních trzích dále navyšovat, kdy vedle otevírání nových samostatných poboček plánuje především také růst prostřednictvím partnerských poboček, v rámci provozoven ostatních subjektů, např. barů, restaurací atd. Celkem do roku 2012 chce mít společnost ve všech zemích celkově 1750 poboček. Růst si však samozřejmě Fortuna slibuje také od on-line sázení, ať již v rámci sportovních sázek, tak v rámci herní platformy FortunaWin.

Během příštího roku chce Fortuna spustit svůj hlavní růstový projekt, loterijní podnikání v ČR.

Společnost však dále expanduje jak rozvojem sítě poboček, tak prostřednictvím on-line platformy.

REGULACE SÁZKOVÉ ČINNOSTI

Sázkové podnikání podléhá regulaci dle legislativy jednotlivých zemí.

Provozování sázkové a herní činnosti není v EU centrálně regulováno, regulační legislativa spadá do kompetence jednotlivých zemí. V ČR a na Slovensku je povoleno podávání sázek také on-line formou, v Polsku patřičná legislativa na své schválení teprve čeká. Obecně podléhá společnost jednak zdanění svých sázkových výnosů, a také běžné dani z příjmu. V ČR mají sázkové kanceláře povinnost odvádět na dobročinné účely 6% až 20% z rozdílu mezi objemem vsazených sázek a vyplacených výher (v závislosti na objemu částky), v horizontu několika let se očekává změna legislativy, podle které by firmy odváděly plných 20% této částky. Provozovat sázkové hry mohou subjekty pouze na základě platné licence, které vydává Ministerstvo financí na max. 10 let.

V Polsku mají sázkové společnosti povinnost odvádět sázkovou daň ve výši 12% objemu přijatých sázek, poplatků za licenci (na 6 let, pouze s jedinou možností prodloužení) na provozování sázkové činnosti se odvíjí od výše tzv. základní částky (průměrná mzda zveřejňovaná polským statistickým úřadem) a činí 2000% této částky plus 50% této částky za každou pobočku sázkové kanceláře. Jak jsme již zmínili, není prozatím polským společnostem povoleno přijímání sázek jinak než na pobočkách sázkových kanceláří. Na Slovensku je celková výše odvodů do státního i místních rozpočtů stanovena na 5% objemu přijatých sázek (1% u dostihových sázek), licence jsou Ministerstvem financí poskytovány na 5 let, k provozování sázkové činnosti je také nutný souhlas místní samosprávy. Na Slovensku je povoleno přijímání sázek přes internet. Žádost o licenci k provozování sázek je zpoplatněna, podobně jsou provozovatelé sázkové činnosti povinni držet na svých účtech povinné hotovostní rezervy po dobu platnosti licence.

Riziko změn v regulaci sázkového podnikání (ať už ze strany EU nebo jednotlivých států) patří pro skupinu mezi relevantní rizika, platí to zejména s ohledem na aktuální fiskální problémy evropských zemí a jejich snahy nalézt prostředky k naplnění deficitních rozpočtů, a časově omezenou platnost sázkových licencí.

KONKUREČNÍ VÝHODY A RIZIKA

Vedle výhod silné tržní pozice a růstu sázkového trhu je pro skupinu hrozbou zejména konkurence ostatních firem, státní regulace a nižší marže on-line sázek.

Jednou z marketingových výhod společnosti je dobrá tržní pozice na trzích kde působí. Na svých trzích zaujímá buď druhé místo, nebo pozici srovnatelnou s prvním. V celém regionu je pak objemem přijatých sázek největší společností. Silné je také postavení značky Fortuna na trzích kde působí, to je odrazem zejména dlouhé přítomnosti na sázkovém trhu v regionu, čehož průvodním jevem je také letité know-how v oblasti sportovních sázek. Z pozice dlouhodobějšího vývoje je významným růstovým faktorem to, že sázkový trh v regionu CEE není vzhledem k HDP tak významný jako v západní Evropě, silná pozice na trzích v CEE tak dává předpoklad participace na tomto růstu i v budoucích letech. Sázkové odvětví je dlouhodobě stabilně růstovým oborem, a Fortuna také relativně úspěšně zachytila vlnu internetového sázení, na druhou stranu v této oblasti předpokládáme silný tlak off-shore i jiné konkurence.

Mezi rizika, vedle již zmiňované regulace, patří zejména vliv tržní konkurence. Pro Fortunu není ani tak problémem konkurence v podobě ostatních „kamenných“ sázkových kanceláří, větší rizika očekáváme v budoucnu od konkurence zejména off-shore on-line herních a sázkových platforem. Prosazení se a udržení pozice na tomto trhu bude vyžadovat obzvláště marketingové náklady. On-line sázení je také spjato s nižšími ziskovými maržemi (nižší poplatky za sázky on-line), tudíž i zvyšování podílu on-line přijatých sázek bude mít dopad na celkově snižující se ziskové marže, tento efekt by navíc zvyšovala očekávaná rostoucí konkurence. Rizikem souvisejícím s rozvojem loterijní činnosti v ČR je samozřejmě silná pozice dosud jediného provozovatele, Sazka a.s.

OPCE NA SESTERSKOU SPOLEČNOST V CHORVATSKU

Fortuna působí také v Chorvatsku, tyto aktivity však nejsou součástí holdingu. Má však na chorvatské podnikání call opci.

Značka Fortuna má vedle dříve uvedených zemí zastoupení také v Chorvatsku. Chorvatské aktivity však nejsou součástí skupiny, aktuálním vlastníkem je společnost Eqinox Investments, také ze skupiny Penta. Důvodem této exkluze byly průtahy ve schvalování právního rámce pro on-line sázky v Chorvatsku a z tohoto důvodu pochybnosti o ekonomické rentabilitě aktivit v Chorvatsku. Fortuna drží na tyto aktivity od září 2010 call opci, která ji opravňuje převzít chorvatské aktivity za 1 euro a výši čistého dluhu. Aktuální zadlužení Fortuny HR je 8,6 mil. eur. Tato opce může být uplatněna po dobu tří let od 1. července 2011, a to za podmínky, že Fortuna HR dosáhne 3 čtvrtletí po sobě pozitivní ukazatel EBITDA. Z důvodu značné nejistoty ohledně budoucího vývoje chorvatských aktivit není možnost této opce zahrnuta v našem modelu ocenění.

PRŮBĚH PROCESU IPO

Oficiální oznámení záměru vstoupit na pražskou a varšavskou burzu bylo ze strany společnosti učiněno 29. září 2010, upisovací období probíhalo od 11. do 21. října 2010. Upisovací rozpětí bylo stanoveno na 3,5 až 4,5 eur. Emise byla během úpisu přibližně dvakrát přeupsána a konečná cena úpisu byla stanovena na 4,3 eur za akcii (105,52 Kč). Alokace pro retailové investory dosáhla cca 10%. Proces primární emise akcií byl završen prvním obchodním dnem (v rámci podmíněného obchodování) dne 22. října 2010, během kterého cena akcie narostla až na 111 Kč na akcii, pak však akcie opět klesla a první obchodní den zakončila na 106 Kč (+0,5% oproti ceně úpisu). První obchodní den na GPW ve Varšavě je plánován na 28. října 2010. Objem IPO sestával z velké části (15,83 mil.) z již existujících akcií do té doby v držení skupiny Penta, jen menší část (2,0 mil.) tvořily nově vytvořené akcie. Nyní po procesu IPO tvoří free-float Fortuny celkem 35%, většinový balík 65% nadále náleží skupině Penta.

OČEKÁVANÁ DIVIDENDOVÁ POLITIKA

Pro retailové investory by měl být zajímavý dividendový výnos okolo 7% až 8%.

Společnost odhaduje a plánuje, že bude v budoucnu (poprvé ze zisku roku 2010) vyplácet 70% až 100% čistého zisku, naše odhady výše dividend přináší následující tabulka. Odhadovaná dividendy za rok 2010 tak implikuje dividendový výnos 7,0%, což je srovnatelné např. s tituly jako ČEZ, Pegas Nonwovens nebo s telekomunikačním odvětvím.

Tab. č.3: Odhad budoucí výše dividend:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Dividenda (eur/akcie) | 0,30 | 0,32 | 0,32 | 0,35 | 0,35 | 0,35 | 0,35 | 0,35 |
| Div. výnos | 7,0% | 7,5% | 7,5% | 8,2% | 8,2% | 8,2% | 8,2% | 8,2% |
| Výplatní poměr | 87% | 93% | 93% | 97% | 91% | 94% | 98% | 93% |

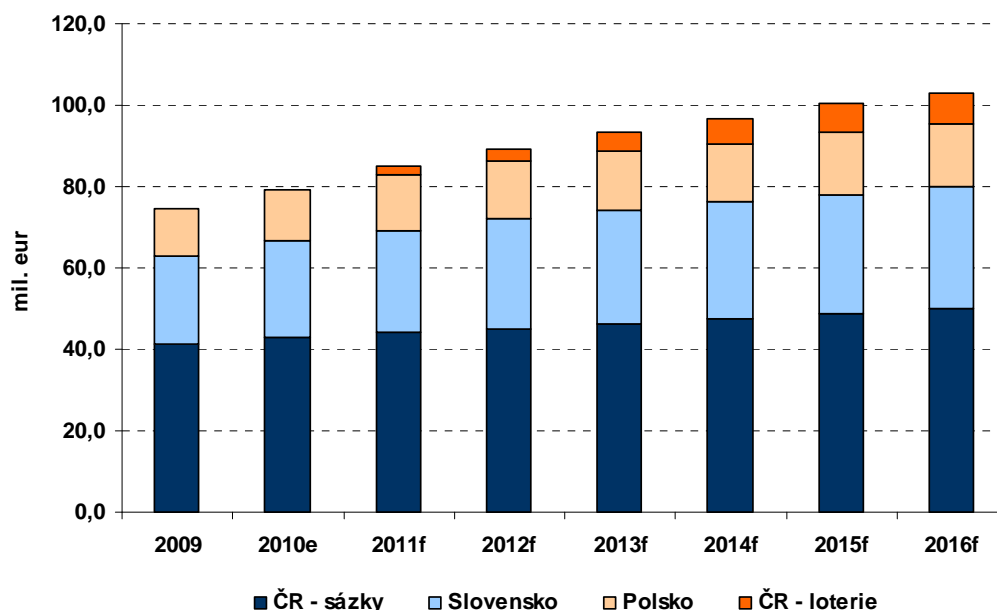
Zdroj: odhady Cyrrus

Na všech trzích Fortuny očekáváme pokračování růstu výnosů, navíc také zahájení loterie v ČR.

PŘEHLED VÝHLEDŮ HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI

Aktuálně nejvýznamnějším trhem pro společnost Fortuna, měřeno objemem výnosů (přijaté sázky minus vyplacené výhry, popř. odvody státu), je Česká republika (56%), následována Slovenskem (28%) a Polskem (16%). I když je polský trh největší z hlediska počtu obyvatel, v porovnání podle průměrného objemu sázek na osobu je nejméně vyspělý (viz výše). Naše odhady výnosů a jejich struktury přináší následující tabulka. Předpokládáme růst výnosů ze sázkové činnosti na všech trzích, od příštího roku předpokládáme také postupný náběh výnosů z loterie v ČR.

Graf č. 1: Odhad struktury budoucích výnosů:

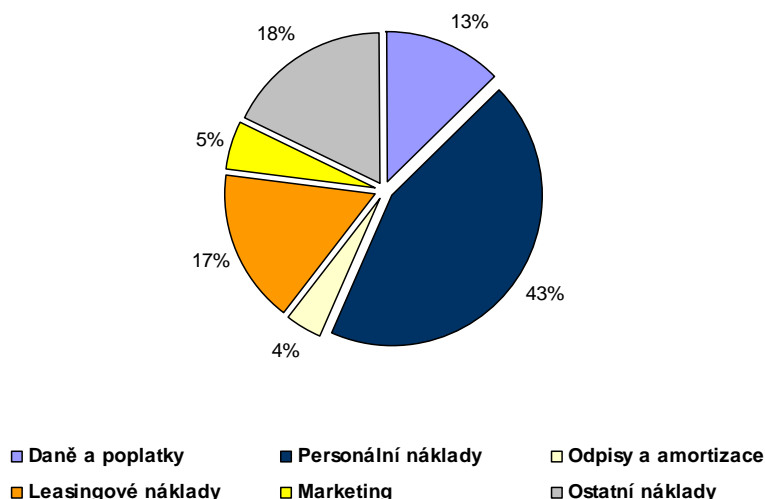


Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus

Největší nákladovou položkou firmy jsou personální náklady, významné jsou také náklady na provoz poboček, odvody státu a marketingové výdaje.

Objemem největší položkou nákladů jsou personální náklady, a to samozřejmě náklady na mzdy zaměstnanců poboček (těch je cca 2500, firma zaměstnává pouze 38 bookmakerů), celkový počet zaměstnanců dosahuje cca 2800. V souvislosti s plánovanou expanzí v dalších letech u této položky očekáváme pokračování jejího růstu. Druhou největší skupinou nákladů jsou tzv. ostatní náklady, kde největší složku tvoří tzv. operační leasingy (operation lease), do této kategorie spadá např. pronájem nemovitých prostor, automobilů atd., následovány marketingovými náklady. Významnou položkou nákladů také tvoří daň ze sázkové činnosti v ČR (výše zmiňovaná povinnost odvádět 6% až 20% výnosů ze sázek, metodika odvodů daně ze sázkové činnosti je v ČR jiná než v ostatních zemích, proto je tato položka účtována jako náklad). Strukturu nákladů přináší následující obrázek:

Graf č. 2: Struktura provozních nákladů (2009):



Zdroj: Fortuna

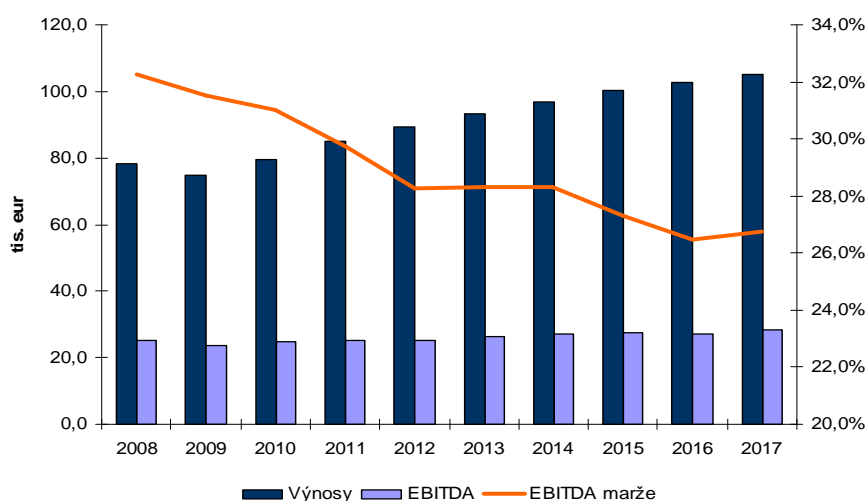
Během roku 2010 firma neřinancovala své závazky, aktuální zadlužení není vysoké.

Pro budoucí vývoj předpokládáme dva hlavní trendy, růst výnosů a pokles marží.

Firma během jara roku 2010 přistoupila k refinancování svých finančních závazků a od této doby má několik úvěrových facilit u České spořitelny, a.s. Ty jsou v celkem 15 tranších splatné do roku 2015, úročeny jsou různými přírážkami k sazbám PRIBOR a EURIBOR. Celková hrubá výše externích dluhů tak dosahuje 36,7 mil. eur (Debt/Assets 21,4%). Díky stabilnímu cash-flow a relativně vysokému stavu hotovosti nepovažujeme zadlužení společnosti za problém, společnost bude schopna pokrýt i očekávaný vysoký výplatní poměr dividendy. Finanční náklady nepředstavují v hospodaření firmy významnější položku.

Pro budoucí hospodaření v souladu s výše předpokládanými trendy dalšího růstu sázkového trhu a rozvojem on-line přijímání sázek, které vyvolá tlak na marže, předpokládáme pro další roky růst tržeb (CAGR tržeb 2010-2017 +4,1%), ale na druhou stranu také pokles marží.

Graf č. 3: Odhady vývoje tržeb, EBITDA a EBITDA marže



Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus

OBOROVÉ SROVNÁNÍ

Vzhledem k průměru odvětví je aktuálně Fortuna oceněna mírně nad průměrem.

Jako doplněk naší analýzy přinášíme porovnání tržního ocenění Fortuny vzhledem ke skupině vybraných evropských sázkových a herních společností. Porovnání základních ukazatelů ocenění přináší následující tabulka. Na základě porovnání podle P/E 2010e vidíme, že Fortuna je aktuálně oceněna jen mírně nad průměrem svých konkurentů, i podle EV/EBITDA 2010e, vidíme ocenění nad průměrem skupiny. Jako již více než mírně nadprůměrné vidíme ocenění ukazatelem P/BV, to lze vysvětlit vysokou hodnotou ukazatele ROE (36,5%), kterým společnost Fortuna disponuje.

Tab. č.4: Porovnání ocenění Fortuna Group s konkurencí (data peer-group ke dni 25.10.2010):

| Společnost | Mcap (mld. €) | tržby 2010e (mil. €) | P/E 2010e | EV/EBITDA 2010e | P/BV 2010e |
|----------------|---------------|----------------------|-------------|-----------------|------------|
| Bwin | 1,328 | 493,9 | 19,2 | 10,5 | 4,7 |
| SportingBet | 0,378 | 248,7 | 10,3 | 5,6 | 3,4 |
| Bet-at-home | 0,073 | 56,4 | 16,5 | 8,1 | n.a. |
| 888 Holdings | 0,180 | 279,2 | 13,5 | 7,2 | 2,2 |
| Jaxx AG | 0,035 | 128,0 | n.a. | 6,8 | n.a. |
| Ladbrokes | 1,381 | 1112,8 | 9,4 | 7,0 | 6,9 |
| William Hill | 1,355 | 1180,2 | 9,2 | 5,7 | 1,4 |
| Paddy Power | 1,391 | 474,8 | 17,5 | 10,5 | 6,0 |
| Unibet | 0,406 | 177,5 | 10,5 | 7,6 | 2,5 |
| Median skupiny | | | 12,0 | 7,2 | 3,4 |
| Fortuna | 0,222 | 79,295 | 13,1 | 9,1 | 4,5 |

Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus, Bloomberg

STANOVENÍ CÍLOVÉ CENY AKCIE

K ocenění společnosti Fortuna Entertainment Group jsme použili dvoufázový model DCF – free cash-flow to firm. Pro první fázi jako bezrizikové sazby používáme podle podílu tržeb vážené výnosy z dlouhodobých vládních dluhopisů jednotlivých zemí, stejně vážíme rizikové přírážky zemí dle A. Damodarana. Pro ukazatel beta volíme hodnotu 1. Hodnotu dlouhodobého růstu odhadujeme na 1%. Vstupní hodnoty parametrů obou fází ocenění zobrazuje tabulka:

Tab. č.5: Vstupní parametry modelu ocenění:

| | První fáze | Pokračující hodnota |
|--------------------------|--------------|---------------------|
| Bezriziková sazba | 3,51% | 4,50% |
| Riziková prémie | 5,78% | 5,70% |
| Beta | 1 | 1 |
| Náklady vl. kapitálu | 9,29% | 10,20% |
| Efektivní sazba daně | 15% | 15% |
| Náklady dluhu po zdanění | 3,83% | 4,68% |
| Váha vl. kapitálu | 50% | 80% |
| Váha dluhu | 50% | 20% |
| WACC | 6,56% | 9,10% |
| Dlouhodobý růst | | 1,00% |
| ROIC | | 26,90% |

Zdroj: Bloomberg, A.Damodaran, odhady Cyrrus

Model Free Cash-Flow to Firm (FCFF)

Ocenění společnosti modelem FCFF implikuje následující hodnoty:

Tab. č.6: Model FCFF

| mil. eur | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020+ |
|---------------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| EBIT po zdanění | 19,4 | 19,1 | 19,8 | 20,3 | 20,4 | 19,5 | 20,4 | 20,7 | 21,9 | 23,0 |
| Odpisy | 2,4 | 2,7 | 3,1 | 3,4 | 3,4 | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 4,2 | 4,3 |
| Δ prac. kapitálu | 3,2 | 1,3 | 1,2 | 0,9 | 1,1 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Capex | 4,2 | 4,8 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,8 | 4,1 | 4,4 | 4,8 | 5,2 |
| Volné CF | 14,4 | 15,8 | 18,7 | 19,5 | 19,2 | 19,3 | 19,8 | 19,7 | 20,5 | |
| Pokračující hodnota | | | | | | | | | | 273,5 |
| Disk. volné CF | 13,6 | 13,9 | 15,5 | 15,2 | 14,0 | 13,2 | 12,7 | 11,9 | 11,6 | 144,9 |
| Současná hodnota | 266,2 | | | | | | | | | |
| Čistý dluh | 25,9 | | | | | | | | | |
| Čistá současná hodnota | 240,3 | | | | | | | | | |
| Čistá současná hodnota na akcii (eur) | 4,6 | | | | | | | | | |

Roční cílová cena akcie (Kč)

121

Zdroj: odhady Cyrrus

Model ocenění implikuje vnitřní hodnotu akcie na 4,6 eur, odtud stanovujeme roční cílovou cenu akcie Fortuna Entertainment Group na 4,9 eur, což odpovídá po přepočtu aktuálním kurzem 24,6 Kč/eur roční cílové ceně **121 Kč**, resp. 19,4 PLN.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Roční cílovou cenu pro akcie Fortuna Entertainment Group stanovujeme ve výši 121 Kč s doporučením „akumulovat“.

Na základě ocenění pomocí modelu DCF vychází současná vnitřní hodnota akcie společnosti na 4,6 eur. Po přepočtení na Kč aktuálním kurzem **stanovujeme roční cílovou cenu akcie společnosti Fortuna Entertainment Group na 121 Kč, resp. 19,4 PLN.** Při posledním závěrečném kurzu akcie na pražském trhu 106,15 Kč (26.10.2010) znamená naše cílová cena 14% prémii. Podle metodiky uvedené v závěru stanovujeme pro akcie společnosti Fortuna Entertainment Group **úvodní investiční doporučení na stupni „akumulovat“** („accumulate“). Oproti ceně úpisu 4,3 eur znamená naše cílová cena prémii ve výši 14,6%.

ANALÝZA CITLIVOSTI

Následující tabulka zobrazuje míru citlivosti cílové ceny akcie (v Kč) na změny ve vybraných parametrech modelu ocenění, rentability vloženého kapitálu ROIC a vážených nákladů kapitálu WACC v druhé fázi.

Tab. č.7: Analýza citlivosti

| WACC | ROIC | | | | |
|--------|-------|--------|------------|--------|--------|
| | 6,90% | 16,90% | 26,90% | 36,90% | 46,90% |
| 8,10% | 122 | 129 | 131 | 132 | 133 |
| 8,60% | 117 | 124 | 126 | 127 | 127 |
| 9,10% | 113 | 119 | 121 | 122 | 122 |
| 9,60% | 109 | 115 | 117 | 117 | 118 |
| 10,10% | 106 | 111 | 113 | 114 | 114 |

Zdroj: odhady Cyrrus

ZKRÁCENÉ VÝHLEDOVÉ FINANČNÍ VÝKAZY FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP

Tab. č 8: Výhledový výkaz zisku a ztráty

| tis. eur | 2008 | 2009 | 2010e | 2011f | 2012f | 2013f | 2014f | 2015f | 2016f |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Přijaté sázky | 322 369 | 337 876 | 359 519 | 381 643 | 404 168 | 424 250 | 446 722 | 463 764 | 475 208 |
| Výnosy | 78 219 | 74 624 | 79 295 | 85 021 | 89 370 | 93 396 | 96 610 | 100 304 | 102 732 |
| Provozní náklady | -54 622 | -53 226 | -56 790 | -62 150 | -66 852 | -70 072 | -72 728 | -76 347 | -79 836 |
| EBITDA | 25 215 | 23 536 | 24 611 | 25 291 | 25 253 | 26 438 | 27 329 | 27 371 | 27 192 |
| EBIT | 23 597 | 21 398 | 22 505 | 22 871 | 22 517 | 23 324 | 23 881 | 23 957 | 22 896 |
| Finanční náklady (netto) | -3 519 | -2 049 | -2 561 | -1 737 | -1 316 | -1 229 | -213 | -1 127 | -1 001 |
| Zisk před zdaněním | 20 078 | 19 349 | 19 944 | 21 134 | 21 202 | 22 095 | 23 669 | 22 829 | 21 895 |
| Čistý zisk | 16 055 | 16 934 | 16 952 | 17 964 | 18 022 | 18 781 | 20 118 | 19 405 | 18 611 |

Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus

Tab. č.9: Výhledová rozvaha

| tis. eur | 2008 | 2009 | 2010e | 2011f | 2012f | 2013f | 2014f | 2015f | 2016f |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Dlouhodobý majetek a goodwill | 57 010 | 59 369 | 60 702 | 62 661 | 64 664 | 64 654 | 64 460 | 64 587 | 64 065 |
| Ostatní dlouhodobý majetek | 28 318 | 32 589 | 13 549 | 16 025 | 16 158 | 16 238 | 13 229 | 19 415 | 19 028 |
| Dlouhodobá aktiva | 85 328 | 91 958 | 74 251 | 78 686 | 80 822 | 80 893 | 77 689 | 84 002 | 83 093 |
| Hotovost | 17 002 | 21 095 | 35 289 | 30 148 | 22 712 | 17 182 | 23 060 | 21 390 | 21 846 |
| Ostatní oběžná aktiva | 6 908 | 8 037 | 1 883 | 2 983 | 5 648 | 9 351 | 3 173 | 4 222 | 4 275 |
| Oběžná aktiva | 23 910 | 29 132 | 37 172 | 33 131 | 28 361 | 26 533 | 26 233 | 25 611 | 26 121 |
| Aktiva celkem | 109 238 | 121 090 | 111 423 | 111 817 | 109 183 | 107 425 | 103 922 | 109 613 | 109 213 |
| Vlastní kapitál | 26 287 | 43 208 | 49 777 | 52 142 | 53 523 | 55 664 | 57 583 | 58 788 | 59 198 |
| Dlouhodobé závazky | 51 981 | 28 962 | 33 969 | 28 697 | 23 601 | 17 244 | 20 605 | 19 110 | 20 007 |
| Krátkodobé závazky | 30 970 | 48 920 | 27 676 | 30 979 | 32 059 | 34 517 | 25 734 | 31 716 | 30 007 |
| Závazky celkem | 82 951 | 77 882 | 61 645 | 59 676 | 55 660 | 51 761 | 46 339 | 50 826 | 50 015 |
| Vlastní kapitál a závazky celkem | 109 238 | 121 090 | 111 422 | 111 818 | 109 183 | 107 425 | 103 922 | 109 613 | 109 213 |

Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus

Tab č.10: Výhledový výkaz cash-flow

| tis. eur | 2008 | 2009 | 2010e | 2011f | 2012f | 2013f | 2014f | 2015f | 2016f |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash flow z provozní činnosti | 23 347 | 20 105 | 11 640 | 21 842 | 20 609 | 21 889 | 24 321 | 22 810 | 22 626 |
| Cash flow z investiční činnosti | -32 818 | -11 501 | 25 978 | -2 208 | -2 801 | -1 197 | -1 326 | -1 578 | -1 861 |
| Cash flow z finanční činnosti | 5 808 | -5 450 | -23 424 | -24 775 | -25 243 | -26 222 | -17 117 | -22 902 | -20 309 |
| Celková změna fin. prostředků | -3 663 | 3 154 | 14 194 | -5 141 | -7 435 | -5 530 | 5 878 | -1 670 | 456 |
| Hotovost na konci období | 17 002 | 21 095 | 35 289 | 30 148 | 22 712 | 17 182 | 23 060 | 21 390 | 21 846 |

Zdroj: Fortuna, odhady Cyrrus

Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **27.10.2010**:

| Stupeň doporučení | Počet | Podíl v % |
|-------------------|-------|-----------|
| Koupit | 6 | 42,9 |
| Akumulovat | 5 | 35,7 |
| Držet | 1 | 7,1 |
| Prodat | 2 | 14,3 |

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

| | | | |
|-------------------|-------|--|--------------------------------------|
| Marek Hatlapatka | Brno | hatlapatka@cyrrus.cz | Banky, energetika, zahr. trhy |
| Jan Procházka | Praha | prochazka@cyrrus.cz | Energetika, letecká doprava |
| Karel Potměšil | Praha | potmesil@cyrrus.cz | Farmaceutický průmysl, development |
| Ondřej Moravanský | Brno | moravansky@cyrrus.cz | Telekomunikace, IT, textilní průmysl |
| Jan Roh | Brno | roh@cyrrus.cz | Automobilový průmysl |

Trading & Sales:

| | | |
|---------------|-------|--|
| Pavel Pikna | Brno | pikna@cyrrus.cz |
| Kamil Kricner | Praha | kricner@cyrrus.cz |

Portfolio management:

| | | |
|----------------|-------|--|
| Peter Dömeny | Brno | domeny@cyrrus.cz |
| Jindřich Rovný | Praha | rovny@cyrrus.cz |

Corporate finance:

| | | |
|----------------|------|--|
| Tomáš Kunčický | Brno | kuncicky@cyrrus.cz |
| Jiří Běhal | Brno | behal@cyrrus.cz |

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
 Veveří 111 (Platinum)
 616 00 Brno
 Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
 Radlická 14, Anděl Park
 150 00 Praha 5, Smíchov
 Tel.: +420 221 592 361