

FORTUNA

LOTERIE VYLEPŠUJE VYHLÍDKY

Ondřej Moravanský
Analytik
moravansky@cyrrus.cz
+420 538 705 705

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ: **KOUPIT**

12-MĚSÍČNÍ CÍLOVÁ CENA: **145 CZK**

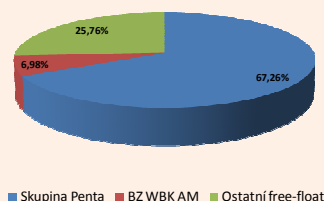
Datum vydání analýzy:	1. července 2011
Současná tržní cena:	121 CZK
Potenciál k cílové ceně:	20%
Předchozí doporučení:	AKUMULOVAT
Předchozí cílová cena:	121 CZK
Datum vydání předchozí analýzy:	27. října 2010

		2010	2011E	2012E	2013E
Přijaté sázky	(mil. EUR)	384,172	433,917	500,594	531,242
Výnosy	(mil. EUR)	81,195	101,242	122,279	130,618
EBITDA	(mil. EUR)	25,083	22,633	28,075	31,678
Čistý zisk	(mil. EUR)	17,4	15,4	18,2	20,6
Zisk na akcii (EPS)	(EUR)	0,33	0,30	0,35	0,40
P/E	(x)	8,2	10,0	13,0	9,8
Dividendový výnos	(%)	6,0%	5,0%	6,0%	7,1%

Vývoj akcií Fortuna Entertainment Group



Struktura akcionářů Fortuna Ent. Group



Základní informace o akcích Fortuna Group

Data ke dni:	1.7.2011
Cena akcie:	121,0 CZK
Počet vydaných akcií:	52,0 mil.
Tržní kapitalizace CZK:	6,29 mld.
Tržní kapitalizace EUR:	258,7 mil.
52-week max:	149 CZK
52-week min:	84 CZK
Průměrný denní objem:	17,6 mil. CZK

Sídlo firmy:

Strawinskylaan 809 WTC T.A/L 8, 1077XX
Amsterdam
Nizozemí

Web: www.fortuna-group.eu

ISIN:	NL000 960 4859
WKN:	A1C 7AM
Bloomberg:	FORTUNA CP
Reuters:	FOREsp.PR

Od vstupu společnosti Fortuna Entertainment Group na pražskou burzu koncem října minulého roku, při kterém jsme vydali naši původní analýzu, dále pokračoval růst sportovního sázení v regionu, zejména však problémy společnosti Sazka, která provozuje dosud jedinou funkční loterii, výrazně změnila poměry na loterijním trhu a odtud i náš náhled na budoucí hospodaření firmy. Fortuna se rozhodla spuštění své loterie urychlit, na trh se však chystají vstoupit i další subjekty. Na základě těchto změn jsme přistoupili revizi naší cílové ceny a investičního doporučení pro akcie Fortuna Entertainment Group.

Hlavní důvod změn v našem ocenění je zejména uspišení spuštění loterie v ČR a aktualizace odhadu ukazatelů tohoto projektu. Problémy konkurenční Sazky znamenají podle našeho názoru vyšší potenciál úspěchu oznámené loterie Fortuna Loto, pozitivně vidíme také úspěšně zahájený prodej stíracích losů, negativem je však snaha ostatních sázkových společností spustit vlastní projekty. Do ocenění jsme také zahrnuli očekávané změny ve výši odvodů na veřejně prospěšnou činnost v ČR, popř. očekávané změny ve zdanění. Legislativní změny v Polsku také změnilý náš pohled na tento trh, jednak došlo vlivem daně z přijatých sázek k poklesu jejich objemu, na druhou stranu byla schválena legislativa potřebná k rozvoji on-line sázení na tomto trhu. Díky počátečním nákladům spojeným se startem loterie dojde podle našich odhadů za letošní rok k poklesu čistého zisku (-11,1% y/y) a odtud ke snížení předpokládané dividendy. V dalších letech však díky projektu loterie předpokládáme naopak vyšší čistý zisk a tedy vyšší výplatu dividend, než předpokládaly naše původní odhady.

Změn doznal také náš model ocenění, zejména v podobě změn parametrů diskontování. Od naší úvodní analýzy došlo ke zvýšení používaných bezrizikových úrokových sazeb i rizikových přírůžek v zemích, kde Fortuna působí, to se v našem modelu projevilo ve zvýšení diskontního faktoru WACC.

Zejména po započtení výše diskutovaných faktorů jsme dospěli ke stanovení **12-měsíční cílové ceny akcií Fortuna Entertainment Group ve výši 145 CZK**. Tato cena převyšuje poslední závěrečný tržní kurz (121 CZK, z 30.6.2011) o 20%, proto v souladu s metodikou uvedenou v závěru tohoto dokumentu **zvýšujeme naše investiční doporučení ze stupně „akumulovat“ na stupeň „KOUPIIT“**. Naše předchozí cílová cena 121 Kč (z 27.10.2010) tímto byla zvýšena o 20%.

Poslední výsledky hospodaření

Dosavadní kvartální výsledky indikují meziroční růsty ukazatelů sázkového trhu.

Od naší úvodní analýzy společnost vydala několikero výsledků, za 3Q 2010, 4Q/FY 2010 a za 1Q 2011. Tyto výsledky potvrdily růstové trendy na sázkovém trhu ve střední Evropě, zejména s růstem podílu sázek přijatých online. Firma se však omezuje u kvartálních výsledků pouze na některé finanční ukazatele, pod úrovní EBITDA Fortuna svá čísla nezveřejňuje.

Za 3Q 2010 Fortuna dosáhla přijatých sázek v objemu 84,5 mil. eur (+11,4%), při naší predikci 95,3 mil. eur. Tento ukazatel tedy nedosáhl na náš odhad, ukazatel Gross Win (GW), od kterého se zejména odvíjí tržby společnosti, dosáhl 21,1 mil. eur (+17,6%). Za 3Q 2010 dosáhl GW z online přijatých sázek 4,8 mil. eur (tj. 23%), z retailových poboček to bylo 16,3 mil. eur.

Za rok 2010 Fortuna přijala sázky v objemu 384,2 mil. eur (+13,7% y/y), z těchto sázek dosáhla hrubých výher ve výši 92,8 mil. eur (+9,6% y/y). Z online přijatých sázek dosáhla Fortuna GW ve výši 22,9 mil. eur (25%), čímž se potvrzuje rostoucí trend GW z online sázení. Výnosy Fortuny dosáhly 81,2 mil. eur (+8,8% y/y), EBITDA dosáhla 25,1 mil. eur (+6,6% y/y) a čistý zisk z pokračujících operací 17,6 mil. eur (+2,6% y/y). Dosažené výsledky za FY2010 byly mírně pod našimi odhady a v souladu s tržním odhadem. Dosažený čistý zisk umožnil navrhnout výplatu dividendy v námi odhadované výši 0,3 eur na akcii (výnos 5,5%), tato dividenda byla již také vyplacena.

Za 1Q 2011 přijala Fortuna sázky v objemu 114,2 mil. eur (+16,5% y/y), podobně pozitivní růst vykázal i ukazatel Gross Win, který dosáhl 26,5 mil. eur (+19,5 y/y). Výše hrubých výher dosažených v online segmentu dosáhla 8,2 mil. eur, tj. 31% celkového objemu. Mezikvartálně tak podíl GW z online sázek narostl o 2 procentní body. Ukazatele přijatých sázek, hrubých výher i EBITDA za 1Q překonaly naše odhady.

Přehled posledních výsledků Fortuna Entertainment Group

	3Q 2010	y/y	3Q 2010e	FY 2010	y/y	FY 2010e	1Q 2011	y/y	1Q 2011e
Přijaté sázky	84,5	11,4%	95,3	384,172	13,7%	384,313	114,2	16,5%	101,85
Gross Win	21,1	17,6%	-	92,815	9,6%	93,012	26,5	19,5%	25,97
EBITDA	-	-	-	25,083	6,6%	25,272	8,4	43,9%	6,58

Zdroj: Fortuna Entertainment Group, odhady CYRRUS

Situace Sazky a její dopad na loterijní trh v ČR

Fortuna nebude s loterií jediným konkurentem Sazky, nejméně 3 další firmy chystají vlastní projekty.

Velikost loterijního trhu v jeho „původním“ rozměru (kdy byla přítomna pouze Sazka) odhadujeme na cca 7,0-7,5 mld. Kč (objem výše přijatých sázek Sazky). Fortuna od začátku svého projektu plánovala ne jen převzít část klientů Sazky, ale i přilákat nové sázející a zvětšit tak rozměr trhu. Vyhocení situace kolem Sazky se výrazně promítlo do ceny akcií Fortuny, v okamžicích, kdy se spekulovalo o úplném bankrotu Sazky, se vyšplhala cena akcie až na 149 Kč na akcii. Fortuna si ve své loterii klade za cíl získat tržní podíl cca 2,0 - 2,5 mld. Kč. V případě plného obnovení provozu Sazky a zejména důvěry sázejících předpokládáme velikost trhu na přibližně 8,5-9,0 mld. Kč (2013: 8,6 mld. Kč, 2014: 9,0 mld. Kč), Fortuna by si tedy z tohoto koláče mohla podle našich odhadů ukrojit přibližně 20% (odhady vývoje loterijního trhu se vztahují na loterii společně se stíracími losy). Úspěch či neúspěch loterie Fortuny je hlavní neznámou v našich projekcích budoucího hospodaření s podstatným vlivem na výši cílové ceny. Sazka a Fortuna však nejsou jedinými subjekty v ČR, které mají loterijní licenci. V poslední době ji získaly také sázkové kanceláře Chance, Synot Tip a Tipsport. Posledně jmenovaný oznámil záměr spuštění své loterie také během července a to ještě dříve než Fortuna. Více informací o projektech zbývajících společností není známo. Takto rychlé spuštění konkurenčních loterijních projektů jsme v původních odhadech nepředpokládali. Výhodou Fortuny by mělo být zejména silné povědomí o značce (tuto výhodu však přisuzujeme i Tipsportu), nebo také vysílání losování v televizi (čímž Tipsport

nebude disponovat). Klíčovými faktory úspěchu loterie je hlavně široká síť prodejních míst (terminálů), atraktivní způsob her, nastavení výher a marketingová podpora. Loterie TipSportu bude mít spíše charakter číselné hry, nebude tedy plnohodnotnou konkurencí Fortuny, jistý konkurenční vliv pro Fortunu však podle našeho názoru znamenat bude.

Připravovaná loterie Fortuna Loto

Loterie Fortuna Loto bude spuštěna za několik týdnů.

Fortuna uvádí, že očekává od loterie hospodaření ziskové na úrovni EBITDA v roce 2012, celý projekt se dostane na break-even objemem přijatých sázek přibližně ve výši 1,5 mld. Kč, tedy přibližně 60 mil. eur. Pro rok 2011 očekává firma EBITDA ztrátu loterie ve výši 4-6 mil. eur, v roce 2012 EBITDA lehce nad nulovou úrovní a od roku 2013 by měla být loterie Fortuny zisková. Loterie Fortuny by se od Sazky měla lišit zejména vyšší pravděpodobností výher, tj. většího počtu výherních kombinací, na druhou stranu by měla nabízet mírně nižší výhry, avšak srovnatelné s loterií Sportka. Při spuštění loterie bude v provozu cca 1000 prodejních terminálů, do konce roku mají další přibývat tempem cca 100-300 měsíčně, ke konci roku má být loterie dostupná na cca 3000 terminálech. Kapitálové výdaje v souvislosti s loterií odhaduje společnost na 4 mil. eur během tohoto roku, zejména v souvislosti s rozvojem sítě loterijních terminálů, v dalších letech bude hodnota „loterijního“ capexu nižší, a to do 3 mil. eur ročně. Pro první rok budou významné zejména marketingové náklady, které firma odhaduje na až 8 mil. eur, poplatky společnosti Intralot (dodavatel terminálů) budou činit 7%-8% z objemu přijatých sázek, poplatků majitelům prodejních míst cca 6%-7%.

Vedle rozvoje vlastní loterie Fortuna také podala nabídku převzetí společnosti Sazka za 2,0 - 2,5 mld. Kč. Dle sdělení společnosti by v případě potřeby byla tato akvizice financována zvýšením objemu dluhu. Vývoj v posledních týdnech však nasvědčuje tomu, že realizaci této nabídky převzetí můžeme považovat za v podstatě vyloučenou.

Ještě před spuštěním loterie byl zahájen prodej stíracích losů, zatím vykazuje pozitivní výsledky.

Předvojem loterie je spuštění prodeje stíracích losů (od poloviny května). První výsledky prodeje stíracích losů jsou vcelku pozitivní. Podle posledního vyjádření firmy činí jejich prodeje až 400 tis. za první 4 týdny, s výplatou výher cca 5 mil. Kč. Tento segment, objemem méně významný než očekávaná loterie, patří v ČR k méně rozvinutým částem hazardního trhu, než je tomu obvyklé v západní Evropě. Zatímco u nás je procento jeho podílu mizivé, v Evropě dosahuje až 20%. V případě úspěchu stíracích losů a upevnění jejich oblíbenosti mezi sázejícími vidíme v tomto druhu sázení u nás znatelný potenciál. Pro tento rok odhadujeme přijaté sázky v objemu přibližně 2,9 mil. eur.

Sportovní sázení

Trh se sportovním sázením vykazuje postupnou růstovou tendenci, v Polsku se projeví změny v systému odvodů státu.

V oblasti sportovního sázení se od naší úvodní analýzy příliš nezměnilo, na základě výsledků předchozích kvartálů jsme mírně zvýšili naše odhady objemu přijatých sázek a hrubých výher. Postupně pokračují oba dříve sledované trendy, jednak růst objemu přijatých sázek, jednak růst podílu sázek přijatých on-line a podíl hrubých výher dosažených ze sázek přijatých on-line. K růstu hrubých výher dochází na všech trzích, nejvýznamnějším trhem je stále Česká republika. Dosavadní zveřejněné kvartální výsledky potvrdily trendy meziročního růstu objemu přijatých sázek. V Polsku však díky změně ve způsobu zdanění loterie, kde je nyní povinný odvod 12% z objemu přijatých sázek, došlo ke změně ve zvyklosti polských sázejících. Díky tomuto odvodu se nyní nevyplatí sázet na kurzy horší než 1,13. To má za následek menší objem vsazených částek, nicméně rizikovější sázky se pozitivně promítly do zvýšení GW (tj. sázející měli menší úspěch). Předpokládáme však, že po této jednorázové změně se chování sázejících bude opět stabilizovat. Změna formy zdanění v Polsku neznamená výrazné rozdíly ve výši odvodů oproti předchozí praxi.

Nová sázková legislativa v ČR

Česká vláda pracuje na změnách v regulaci hazardu, v současné době se schvaluje navýšení odvodů, otázka zdanění prozatím řešena není.

V současné době probíhá v ČR postupné schvalování nové podoby odvodů z hazardních činností, mezi které spadají také sázky a loterie. Podle zatím platné legislativy jsou sázkové společnosti povinny odvádět státu 6% až 20% svých tržeb (gross win + ostatní výnosy), u Fortuny toto procento v minulých letech činilo přibližně 13%-17%. Aktuální návrh s největší pravděpodobností schválení počítá s paušálním odvodem na veřejně prospěšnou činnost ve výši 20%, definitivně však tato legislativa dosud schválena nebyla. V případě schválení by si tedy měla Fortuna mírně pohoršit, tato varianta je zahrnuta v našem modelu ocenění. Další změnou, která však není v tak pokročilém procesu schvalování, je ukončení osvobození sázkových společností od daně z příjmů. Placení plné daně z příjmu předpokládáme v našem modelu ocenění od roku 2013. V souvislosti s touto změnou v odvodech státu v poslední době několik sázkových společností naznačilo, že zvažuje přesun svých loterijních aktivit na Maltu. Tento krok by sice byl pro hospodaření Fortuny pozitivní, považujeme jej však pouze za nátlak na politickou reprezentaci při schvalování loterijní legislativy a v našem odhadu s ním nepočítáme.

Rozvoj on-line sázení v Polsku

Proces schvalování legislativy umožňující online sázení v Polsku je u konce, Fortuna chystá spuštění na přelomu roku.

On-line sázení na polském trhu bylo jedním z představených růstových projektů při vstupu Fortuny na burzu. Polský trh je svými charakteristikami (zvyklosti sázejících) podobný našemu. Na polském trhu je nyní Fortuna nejsilnějším subjektem (tržním podílem v retailovém sázení). Schvalovací proces legislativy umožňující on-line sázení proběhl dle plánu. Společnost potvrdila spuštění on-line sázení na přelomu let 2011-2012. V on-line sázení předpokládáme podobný trend jako v ČR, tj. postupný růst objemu sázek přijatých touto formou, nicméně za pokračujícího růstu u sázek přijatých v retailové síti.

On-line platforma FortunaWin

Tato platforma působí v Maďarsku a Chorvatsku, lokalizována je na Maltě, mezi její největší konkurenty patří velcí mezinárodní hráči a prozatím není v rámci skupiny Fortuna příliš významná (v 1Q 2011 pouze 0,5% přijatých sázek a 0,2% gross win). Podle vyjádření společnosti se dále tato platforma bude směřovat do zemí blízkých Maďarsku a Chorvatsku. Svým významem pro hospodaření společnosti je však FortunaWin v podstatě zanedbatelná.

Změny v očekávaném hospodaření

Jak patrně z předchozího textu, zvyšujeme naše odhady přijatých sázek, jak v oblasti sportovního sázení, tak v oblasti loterie, v návaznosti na toto zvýšení je vyšší také náš odhad hrubých výher. Naše odhady se liší zejména v nejbližších letech, díky změnám v odhadované úspěšnosti loterie Fortuny. V prvním roce působení loterie, tj. 2011, očekáváme prozatím jen mírný růst celkového objemu přijatých sázek, vyšší rozdíly oproti původním předpokladům vidíme až v následujících letech. Vyšší rozdíly než u přijatých sázek vidíme u ukazatele hrubých výher, zejména s přehodnocením a zpřesněním odhadů tohoto ukazatele u plánované loterie.

Srovnání původních a nových odhadů celkového objemu přijatých sázek, včetně loterie

mil. eur	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Přijaté sázky (nový)	384,17	433,92	500,59	531,24	569,11	594,49	623,59	639,23	655,33	669,24	683,49
Přijaté sázky (původní)	384,31	423,50	454,84	483,23	509,33	530,14	545,50	561,35	577,73	594,65	612,12
Rozdíl (%)	0,0%	2,5%	10,1%	9,9%	11,7%	12,1%	14,3%	13,9%	13,4%	12,5%	11,7%

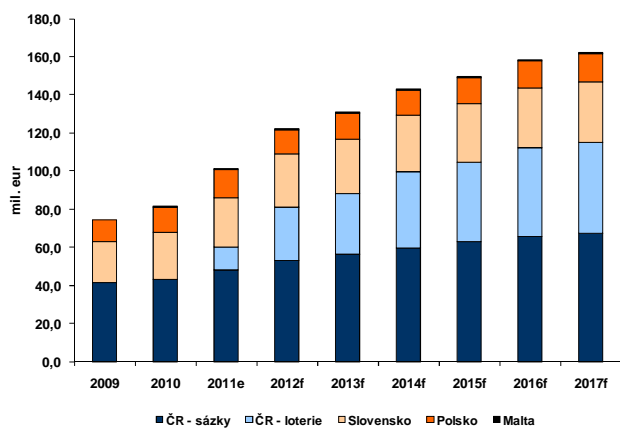
Zdroj: Fortuna Entertainment Group, odhady CYRRUS

Srovnání původních a nových odhadů celkového objemu hrubých výher (gross win), včetně loterie

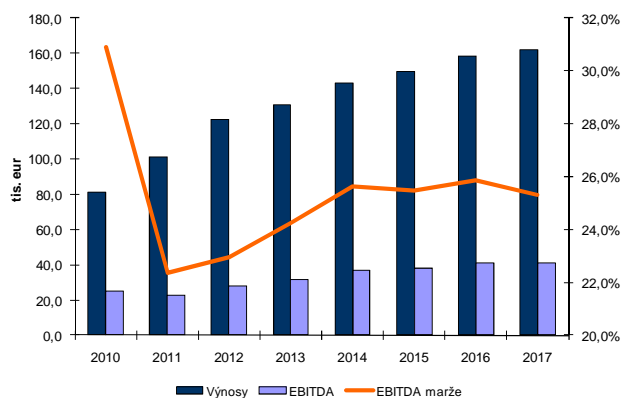
mil. eur	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gross Win (nový)	92,82	112,95	134,68	143,56	156,83	163,63	172,79	176,96	181,25	185,07	188,99
Gross Win (původní)	93,01	99,64	105,69	110,35	113,73	117,21	120,81	124,53	128,38	132,36	136,46
Rozdíl (%)	-0,2%	13,4%	27,4%	30,1%	37,9%	39,6%	43,0%	42,1%	41,2%	39,8%	38,5%

Zdroj: Fortuna Entertainment Group, odhady CYRRUS

Struktura tržeb z jednotlivých segmentů



Přehled výnosů, EBITDA a EBITDA marže



Zdroj: Fortuna Entertainment Group, odhady CYRRUS

Zlepšení vidíme také v nových odhadech výše čistého zisku, pro tento rok je náš odhad čistého zisku nižší, zejména díky nákladům na spuštění loterie prozatím nedoprovázených odpovídajícími výnosy, v dalších letech podobně jako u GW vidíme odhady zisku nad našimi původními odhady.

Srovnání původních a nových odhadů čistého zisku

mil. eur	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Čistý zisk (nový)	17,37	15,45	18,25	20,63	24,97	26,10	27,95	27,65	26,96	26,41	25,82
Čistý zisk (původní)	16,95	17,96	18,02	18,78	20,12	19,41	18,61	18,95	19,32	19,51	19,70
Rozdíl (%)	2,5%	-14,0%	1,2%	9,8%	24,1%	34,5%	50,2%	45,9%	39,6%	35,3%	31,1%

Zdroj: Fortuna Entertainment Group, odhady CYRRUS

Dividendová politika

Fortuna drží svoji dividendovou politiku výplaty velké části čistého zisku, díky nákladům na projekt loterie v nejbližších letech však očekáváme pokles dividendy.

Firma nadále setrvává ve své dividendové politice, tj. výplatě 70% až 100% čistého zisku. Tato politika v kombinaci s vývojem sázkového trhu tak dává Fortuně charakteristiku jak dividendové tak růstové akcie. Za rok 2010 vyplatila Fortuna dividendu ve výši 0,3 eur na akcii (výnos cca 5,5% vzhledem k ceně akcie v poslední den s nárokem), tedy přibližně 90% čistého zisku (z pokrač. operací). Vývoj výše dividendy je přímo závislý na výše komentovaných změnách v odhadu čistého zisku. Naše odhady výše dividend pro následující roky jsou zobrazeny v tabulce. Od roku 2015 předpokládáme stabilizaci dividendy na 0,45 eur na akcii, tzn. výplatní poměr v okolí 90%.

Předpokládaná výše dividend v nadcházejících letech

eur na akcii	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dividenda (původní odhad)	0,32	0,32	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35	0,45	0,45	0,45
Dividenda (nový odhad)	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Div. výnos	5,2%	6,3%	7,3%	8,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Výplatní poměr	84%	86%	88%	83%	90%	84%	85%	87%	89%	91%

Zdroj: Fortuna Entertainment Group, odhady CYRRUS

Ocenění akcií Fortuna Entertainment Group

Ke změnám došlo i v nastavení parametrů modelu ocenění.

K ocenění akcií společnosti Fortuna Entertainment Group používáme dvoufázový model diskontovaného cash-flow, konkrétně FCFF. První fáze modelu končí v roce 2020. Hodnoty nastavení parametrů obou fází zobrazuje následující tabulka. Oproti minulé analýze došlo k mírnému zvýšení hodnot bezrizikových sazeb i rizikových přírážek (používáme ukazatele za ČR, Slovensko a Polsko, vážené dle objemu tržeb v jednotlivých zemích, rizikové přírážky dle A.Damodarana). Tímto došlo ke zvýšení ukazatele WACC, což je faktor přispívající ke snížení naší cílové ceny. Další změnou je očekávané schválení povinnosti platit daň z příjmů v ČR, které se promítne do vyšší odhadované efektivní daňové sazby. Odhadované hodnoty beta ponecháváme bez změny, oproti našemu původnímu odhadu klesla hodnota ROIC.

Nastavení parametrů modelu ocenění

	Aktuální nastavení		Původní nastavení	
	První fáze	Pokračující hodnota	První fáze	Pokračující hodnota
Bezriziková sazba	4,23%	4,50%	3,51%	4,50%
Riziková prémie	6,31%	5,70%	5,78%	5,70%
Beta	1	1	1	1
Náklady vl. kapitálu	10,54%	10,20%	9,29%	10,20%
Efektivní sazba daně	20%	20%	15%	15%
Náklady dluhu po zdanění	3,88%	4,40%	3,83%	4,68%
Váha vl. kapitálu	55%	85%	50%	80%
Váha dluhu	45%	15%	50%	20%
WACC	7,55%	9,33%	6,56%	9,10%
Dlouhodobý růst		1,0%		1,0%
ROIC		18,38%		26,90%

Zdroj: odhady CYRRUS, A.Damodaran, Bloomberg

Hodnoty modelu ocenění zobrazuje následující tabulka:

Ocenění akcií Fortuna Entertainment Group modelem DCF

mil. eur	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020+
EBIT po zdanění	16,5	19,2	21,2	25,3	25,9	27,7	27,4	26,8	26,3	25,7
Odpisy	3,3	5,5	5,2	5,0	5,8	6,3	6,7	6,0	6,2	
Δ prac. kapitálu	-2,6	-2,9	-1,1	-1,7	-0,9	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5	
Capex	7,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,3	6,3	
Volné CF	15,2	21,5	21,4	25,9	26,4	29,1	28,6	27,0	26,7	
Pokračující hodnota										292,3
Disk. volné CF	14,2	18,6	17,2	19,4	18,4	18,8	17,2	15,1	13,8	141,2
Současná hodnota		293,8								
Čistý dluh		6,6								
Čistá současná hodnota		287,2								
Čistá současná hodnota na akcii (eur)		5,5								
Roční cílová cena akcie (Kč)										145

Zdroj: odhady CYRRUS

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že náš model ocenění implikuje férovou cenu akcie Fortuna Entertainment Group na 5,5 EUR, z toho vyplývá výše naše 12-měsíční cílová cena 145 CZK (při odhadovaném budoucím kurzu 24,4 eur). Tato cílová cena je o 20% vyšší než naše úvodní cílová cena z 27. října 2010, 121 Kč. Poslední závěrečná cena akcie na pražské burze činila 121 Kč, naše cílová cena znamená tedy 20% prémii k této ceně. Odtud stanovujeme pro akcie Fortuna Entertainment Group investiční doporučení na stupni „**KOUPIT**“.

Citlivostní analýza

Kromě obvyklé analýzy citlivosti cílové ceny přinášíme také několik možných scénářů vývoje loterie s jejich dopadem na výši cílové ceny.

Tradiční analýzu citlivosti cílové ceny na změny v parametrech modelu ocenění přináší následující tabulka srovnání alternativních cílových cen při nastavení různých ROIC a WACC v druhé fázi modelu ocenění.

Analýza citlivosti modelu DCF na změny vstupních parametrů

		ROIC				
		8,38%	13,38%	18,38%	23,38%	28,38%
WACC	8,33%	149	153	154	155	156
	8,83%	144	148	149	150	151
	9,33%	140	143	145	146	146
	9,83%	136	139	141	142	142
	10,33%	133	136	137	138	138

Zdroj: odhady CYRRUS

Scénáře úspěchu loterie

Citlivostní analýzu doplňujeme nyní také o stručný pohled na cílovou cenu akcie v závislosti na úspěchu spouštěné loterie. Základní scénář úspěchu loterie počítá v roce 2014 s velikostí trhu přibližně 9,0 mld. Kč a tržním podílem Fortuny přibližně 21%. Druhá, optimistická, varianta předpokládá vyšší objem přijatých sázek z loterie Fortuny, tedy zejména přilákání vyššího počtu nových sázejících, zvýšení objemu loterijního trhu a tržního podílu Fortuny, v kombinaci s nižším tržním podílem konkurence. Nastavení této varianty tedy počítá s objemem sázkového trhu v roce 2014 ve výši 10,4 mld. Kč a tržním podílem Fortuny na přijatých sázkách přibližně 26%. Naopak pesimistická varianta počítá s nižším než odhadovaným zájmem o loterii Fortuny, kde riziko vidíme jednak v udržení přízně sázejících u společnosti Sazka a také v úspěchu ostatních subjektů na trhu. Tuto variantu odhadujeme s velikostí trhu v roce 2014 8,3 mld. Kč, tržním podílem Fortuny 17%. Jednotlivé scénáře předpokládají stejný vývoj v oblasti sportovního sázení.

Odhadované scénáře možného vývoje loterie s dopadem na cílovou cenu

Scénář	Velikost trhu 2011 (mld. Kč)		Tržní podíl Fortuna 2011		Velikost trhu 2012 (mld. Kč)		Tržní podíl Fortuna 2012		Velikost trhu 2013 (mld. Kč)		Tržní podíl Fortuna 2013		Velikost trhu 2014 (mld. Kč)		Tržní podíl Fortuna 2014		Cílová cena
	Velikost trhu	Tržní podíl	Velikost trhu	Tržní podíl	Velikost trhu	Tržní podíl	Velikost trhu	Tržní podíl	Velikost trhu	Tržní podíl	Velikost trhu	Tržní podíl	Velikost trhu	Tržní podíl			
Pesimistický	5,5	7%	6,6	14%	7,6	17%	8,3	17%	118								
Základní	5,8	9%	8,2	16%	8,6	17%	9,0	21%	145								
Optimistický	6,6	9%	8,6	17%	9,4	21%	10,4	26%	174								

Zdroj: odhady CYRRUS

Srovnání ocenění Fortuny s konkurencí

Následující tabulka přináší krátké srovnání ocenění Fortuny s evropskými sázkovými společnostmi. Podle srovnání očekávaných hodnot všech uvedených ukazatelů ocenění pro tento rok vidíme, že Fortuna se nyní obchoduje oceněna znatelně nad mediánem skupiny. Do jisté míry lze vyšší ocenění vysvětlit očekávaným úspěchem projektu loterie, i se započtením tohoto však vnímáme prémii v ocenění Fortuny jako ne zcela ospravedlněnou.

Srovnání ocenění Fortuna Entertainment Group s evropskými sázkovými společnostmi

Společnost	Mcap (mld. €)	tržby 2010 (mil. €)	P/E 2011e	EV/EBITDA 2011e	P/BV 2011e
Bwin.Party Digital	1,266	387,8	9,2	6,7	1,1
SportingBet	0,390	231,0	8,0	5,9	2,1
Bet-at-home	0,092	65,7	7,0	4,0	n.a.
888 Holdings	0,128	273,2	10,4	4,0	1,4
Jaxx AG	0,025	135,8	40,0	4,1	n.a.
Ladbrokes	1,499	1090,9	10,2	7,5	4,1
William Hill	1,743	1154,7	10,1	6,7	1,7
Paddy Power	1,978	493,7	19,6	12,3	6,0
Unibet	0,409	164,2	10,9	7,3	2,2
<i>Median skupiny</i>			10,2	6,7	2,1
Fortuna	0,258	81,2	16,7	11,7	5,1

Zdroj: odhady CYRRUS, Bloomberg, data k 29.6.2011

Zkrácené pro-forma finanční výkazy a ukazatele

Finanční a účetní data a ukazatele

Rozvaha (tis. eur)	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Dlouhodobý majetek a goodwill	63 265	63 668	67 520	68 148	69 031	70 103	70 417	70 196	69 577	69 870
Ostatní dlouhodobý majetek	33 163	4 643	5 187	5 580	5 596	5 782	5 874	5 968	6 051	6 123
Dlouhodobá aktiva	96 428	68 311	72 708	73 728	74 627	75 885	76 291	76 165	75 628	75 993
Hotovost	21 566	25 335	19 094	21 731	22 356	26 392	21 484	27 616	33 180	37 171
Ostatní oběžná aktiva	8 913	2 158	2 613	3 110	3 314	3 603	3 761	3 967	4 055	4 150
Oběžná aktiva	30 479	27 493	21 707	24 842	25 669	29 995	25 246	31 583	37 235	41 321
Aktiva celkem	126 907	95 804	94 415	98 570	100 296	105 880	101 536	107 746	112 862	117 313
Vlastní kapitál	40 187	52 007	50 978	57 135	63 197	71 212	77 816	83 762	89 399	94 312
Dlouhodobé závazky	29 414	24 202	20 973	15 584	11 233	-599	-1 641	-2 754	-3 872	-4 969
Krátkodobé závazky	50 809	19 595	22 464	25 851	25 866	35 267	25 361	26 739	27 336	27 971
Závazky celkem	80 223	43 797	43 437	41 435	37 099	34 669	23 720	23 985	23 464	23 002
Vlastní kapitál a závazky celkem	120 410	95 804	94 415	98 570	100 296	105 880	101 536	107 747	112 863	117 314

Výkaz zisku a ztráty (tis. eur)	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Přijaté sázky	337 876	384 172	433 917	500 594	531 242	569 112	594 494	623 589	639 235	655 332
Výnosy	74 624	81 195	101 242	122 279	130 618	143 044	149 717	158 372	162 135	166 126
Provozní náklady	-53 226	-58 742	-81 873	-99 676	-104 158	-111 441	-117 396	-123 734	-127 828	-132 625
EBITDA	23 536	25 083	22 633	28 075	31 678	36 632	38 108	40 958	41 027	39 508
EBIT	21 398	22 453	19 369	22 603	26 460	31 604	32 321	34 637	34 307	33 501
Finanční náklady (netto)	-2 049	-2 311	-1 410	-1 388	-1 301	-1 157	-493	-554	-582	-617
Zisk před zdaněním	19 349	20 142	17 960	21 215	25 159	30 447	31 828	34 084	33 724	32 884
Čistý zisk	16 934	17 373	15 445	18 245	20 630	24 966	26 099	27 949	27 654	26 965

Cash-flow (tis. eur)	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Cash flow z provozní činnosti	17 886	16 601	22 607	27 762	28 239	32 795	33 242	35 955	35 424	34 087
Cash flow z investiční činnosti	-12 583	10 119	-7 100	-6 100	-6 100	-6 100	-6 100	-6 100	-6 100	-6 300
Cash flow z finanční činnosti	-2 532	-22 958	-21 748	-19 025	-21 515	-22 659	-32 050	-23 723	-23 760	-23 796
Celková změna fin. prostředků	2 771	3 762	-6 241	2 637	624	4 036	-4 908	6 132	5 564	3 991
Hotovost na konci období	21 566	25 335	19 094	21 731	22 356	26 392	21 484	27 616	33 180	37 171

Ukazatele hospodaření a ocenění	2009	2010	2011e	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
EBITDA marže	31,5%	30,9%	22,4%	23,0%	24,3%	25,6%	25,5%	25,9%	25,3%	23,8%
EBIT marže	28,7%	27,7%	19,1%	18,5%	20,3%	22,1%	21,6%	21,9%	21,2%	20,2%
ROA	18,1%	20,2%	20,4%	23,4%	26,6%	30,7%	31,2%	33,1%	31,1%	29,1%
ROE	50,9%	37,7%	30,0%	33,8%	34,3%	37,1%	35,0%	34,6%	31,9%	29,4%
ROIC	16,4%	15,1%	13,8%	16,6%	18,2%	21,3%	21,6%	23,8%	22,2%	20,6%
P/E	14,7	14,4	16,1	13,7	12,1	10,0	9,6	8,9	9,0	9,2
EV/EBITDA	11,7	10,1	11,3	8,8	7,6	6,4	5,9	5,3	5,2	5,2
P/B	6,2	4,8	4,9	4,4	3,9	3,5	3,2	3,0	2,8	2,6
Dividenda (€)		0,30	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,45	0,45	0,45
Div. výnos (%)		6,3%	5,2%	6,3%	7,3%	8,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%

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

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **1.7.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	6	40,0
Akumulovat	5	33,3
Držet	2	13,3
Prodat	2	13,3

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.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, 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, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

Tomáš Machalický	Brno	machalicky@cyrrus.cz
Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kuncický	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 nenesे 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 (Platinium)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

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