



Akciové trhy

Sázení a loterie

FORTUNA

Mírně jsme snížili naši cílovou cenu, nadále ale doporučujeme koupit

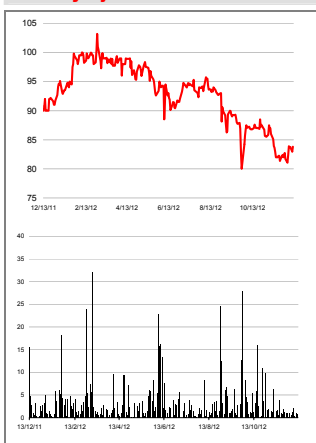
Koupit

Cena 10.12.12 12m cíl
CZK 83 CZK 99Potenciál růstu ceny: 19,3%
Dividendy: EUR 0,22 (6,7 %)
Celkový výnos: 26,0 %

Typ investice

Vysoký dividendový výnos ✓
Potenciál růstu zisků ✓

Roční vývoj



Zdroj: Reuters

■ **Investiční případ 3-6M:** Snížili jsme naše prognózy pro Fortunu poté, co výsledky za 9M 12 nespĺnily naše očekávání. To bylo ovšem opět zmírněno snížením požadované výnosové míry (z důvodu poklesu bezrizikových sazeb na trhu), a tak snižujeme naši cílovou cenu jen o 3 %. Cena akcií Fortuny se aktuálně pohybuje v blízkosti svého historického minima. Věříme, že pozitivní výhled pro zisk v nadcházejících měsících přesvědčí investory k nákupu akcií společnosti. Ačkoli jsou naše předpovědi pro jednotlivé segmenty poměrně konzervativní, tak očekáváme, že čistý zisk Fortuny za rok 2013 meziročně poroste o 18 %, hlavně díky nižší ztrátě loterijního projektu. Na základě našich odhadů by P/E Fortuny mohlo klesnout z letošních 13,7 na 11,5 za rok 2013. Akcie Fortuny by také měly v následujících letech nabídnout velmi atraktivní dividendový výnos okolo 8 %.

■ **Fakt/Dopad:** Hrubé výhry i EBITDA za Q3 12 byly horší, než jsme čekali my i konsensus trhu. Výsledky nedosáhly našich odhadů hlavně kvůli segmentu sportovních sázek, kde meziročně klesla EBITDA o 8 %, zatímco jsme čekali pokles jen o 1 % yoy. Dosavadní vývoj objemu přijatých sázek i hrubých výher v loterijním segmentu zůstává zklamáním, ztráta Fortuny na úrovni EBITDA se ale v letošním roce snižuje díky přísné kontrole nákladů. Finanční ředitel Fortuny řekl v posledním konferenčním hovoru, že konsolidovaná EBITDA za celý rok 2012 by měla dosáhnout 21-22 mil. EUR. My nyní čekáme 21,2 mil. EUR oproti dříve očekávaným 22,1 mil.

■ **12-ti měsíční cílová cena: Mírně jsme snížili naši roční cílovou cenu pro akcie Fortuny ze 102 CZK na 99 CZK za kus.** Cílová cena je založena na ocenění modelem diskontovaného cash flow a očištění o atraktivitu jak celého sektoru, tak samotné společnosti. Tato cílová cena nabízí téměř 20% růstový potenciál oproti současné tržní ceně. Spolu s 6,7% dividendovým výnosem tak celkový odhadovaný výnos pro akcionáře dosahuje přibližně 26 %. Z toho důvodu **nadále doporučujeme koupit akcie Fortuny.**

■ **Očekávané události:** Výsledky za celý rok 2012 budou pravděpodobně zveřejněny v březnu 2013.

Fortuna na trading.kb.cz

Data o akcii				
RIC FOREsp.PR, Bloom FORTUNA CP				
52-týd.rozmezí (CZK)	80-103,2			
Tržní kap. (CZK mld)	4,3			
Tržní kap. (EUR mil.)	172			
Volně obchod. (%)	33			
Výkon	1m	3m	12m	
(%, v CZK)				
Akcie	-4,6	-4,0	-8,6	
Relativně k PX	-6,3	-13,0	-15,3	

Finanční data	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Výnosy (EURm)	89,8	93,8	99,1	104,7
EBITDA marže (%)	22,2	22,6	24,7	24,9
Čistý zisk (EURm)	13,3	12,5	14,8	15,9
Zisk na akcii (EUR)	0,25	0,24	0,28	0,30
Dividenda na akcii (EUR)	0,23	0,22	0,25	0,27
Úrokové krytí (x)	4,7	4,4	5,3	5,6
Výplatní poměr (%)	90,4	91,5	87,9	88,6

	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
P/E (x)	12,9	13,7	11,5	10,8
Dividendový výnos (%)	7,0	6,7	7,6	8,2
Cena/účetní hodnota (x)	3,7	3,6	3,3	3,2
EV/IC (x)	3,7	3,6	3,6	3,5
EV/výnosy (x)	2,0	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA (x)	9,2	8,7	7,4	6,9

Výsledky za 9M 2012

Výsledky za 9M 2012 nesplnily očekávání

Výsledky za Q1-3 12 zveřejněné 8. listopadu nesplnily očekávání. Hrubé výhry i EBITDA byly horší, než jsme čekali my i konsensus trhu. Výsledky nedosáhly našich odhadů hlavně kvůli segmentu sportovních sázek, kde meziročně klesla EBITDA o 8 % (čekali jsme pokles jen o 1 % yoy). Určité zlepšení naopak ukázal loterijní segment, kde byla ztráta EBITDA za Q3 12 necelých 0,5 mil. EUR, přičemž jsme čekali ztrátu 1 mil. EUR. Fortuna za třetí čtvrtletí neoznamuje kompletní výsledky, a tak nebyl zveřejněn např. čistý zisk.

Výsledky Fortuny

mil. EUR	Q1-3 11	Q1-3 12e	změna	odhad KB	konsensus
přijaté sázky	301.67	334.07	10.7%	332.37	332.38
hrubé výhry	70.93	77.99	10.0%	80.27	80.45
EBITDA	14.20	13.33	-6.2%	14.08	13.83

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *medián odhadů analytiků oslovených agenturou Reuters včetně KB

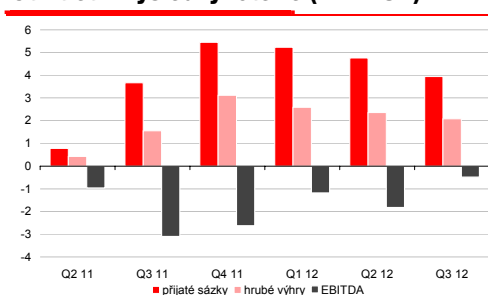
Loterie Fortuny

Loterijní segment klesl v Q3 12 již potřetí v řadě

Dosavadní vývoj loterijního segmentu zůstává zklamáním. V Q3 12 objem přijatých sázek i hrubých výher klesl již potřetí v řadě, jak lze vidět v grafu níže vlevo. Přes snižující se tržby ale ztráta Fortuny na úrovni EBITDA v letošním roce klesá, a to díky přísnější kontrole nákladů. Podle našich výpočtů v Q3 12 klesly provozní náklady meziročně o 45 %.

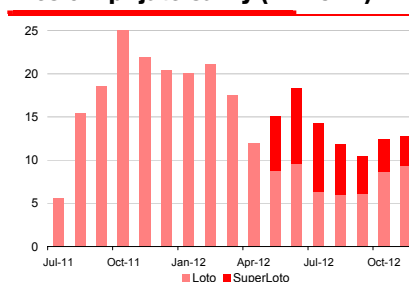
Objem přijatých sázek se v posledních dvou měsících zotavil, ale jen proto, že Fortuna rozpouští nahromaděný jackpot, což dělá hru Loto mimořádně atraktivní. Na druhou stranu není tento postup pro Fortunu rentabilní a hra Loto je tak provozována s negativní hrubou výhrou (výhry převyšují sázky). To bude pravděpodobně pokračovat až do konce roku a bude mít nepříznivý vliv na hrubé výhry loterie v Q4 12. Díky snižování nákladů by ovšem Fortuna mohla i tak splnit cíl celoroční EBITDA ztráty maximálně 5 mil. EUR. Náš odhad pro EBITDA ztrátu loterijního segmentu je 4,9 mil. EUR za celý rok 2012.

Čtvrtletní výsledky loterie (mil. EUR)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Fortuna

Měsíční přijaté sázky (mil. CZK)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Fortuna

Výsledky za rok 2012

V letošním roce očekáváme růst EBITDA, ale mírný pokles čistého zisku

Očekáváme, že tržby a EBITDA Fortuny letos vzrostou, čistý zisk by ale mohl mírně klesnout, hlavně kvůli vyšším daním a čistým finančním nákladům. Finanční ředitel Fortuny řekl v posledním konferenčním hovoru, že konsolidovaná EBITDA za celý rok 2012 by měla dosáhnout 21-22 mil. EUR. Náš odhad (viz. tabulka na následující straně) je v dolní části tohoto rozmezí, a to hlavně proto, že se obáváme slabšího výsledku loterie ve čtvrtém kvartálu.

Odhady výsledků Fortuny v roce 2012

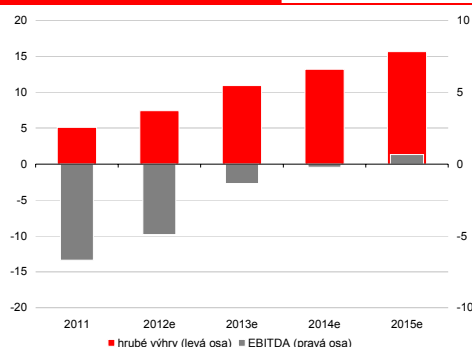
EURm	2011	2012e	změna yoy
Hrubé výhry v segmentu sportovních sázek	96,7	100,9	4%
Hrubé výhry v segmentu loterie	5,1	7,4	45%
Konsolidované hrubé výhry	101,8	108,4	6%
EBITDA v segmentu sportovních sázek	26,7	26,1	-2%
EBITDA v segmentu loterie	-6,7	-4,9	n.m.
Konsolidovaná EBITDA	20,0	21,2	6%
Konsolidovaný čistý zisk	13,3	12,5	-6%

Zdroje: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

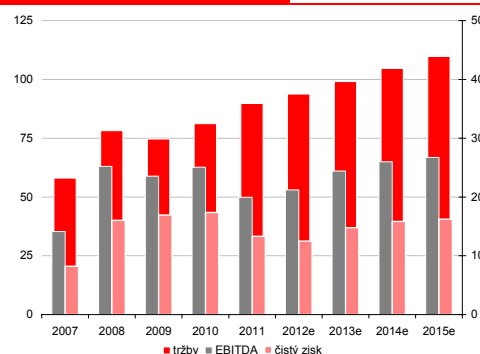
Dlouhodobé odhady

Zisky Fortuny by od příštího roku měly opět růst

Domníváme se, že naše prognózy jsou dostatečně konzervativní. Pro loterijní segment čekáme dosažení pozitivní EBITDA až v roce 2014, zatímco management Fortuny nadále očekává bod zvratu v příštím roce (viz. graf vlevo dole). V segmentu sportovních sázek čekáme mezi roky 2012 a 2015 růst tržeb v průměru o 3 % a stagnující EBITDA. Naše předpovědi konsolidovaných výsledků (graf vpravo dole) ukazují, že **čistý zisk by měl od příštího roku opět růst**, což souvisí s očekávaným zlepšením výsledků loterie.

Odhady loterie (EURm)


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Fortuna

Odhady konsolidovaných výsledků (EURm)


Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Fortuna. Levá osa pro tržby, pravá osa pro EBITDA a čistý zisk

Odhady dividend

Naše prognózy ukazují pro následující roky velmi atraktivní dividendový výnos

V dlouhodobém horizontu Fortuna cíluje výplatní poměr 70-100 % čistého zisku. V souladu s našimi odhady zisků **očekáváme mírné snížení dividendy z letošního zisku. V dalších letech by ale dividendy měly postupně růst.** Přestože naše odhady zisku jsou relativně konzervativní, tak by měly akcie Fortuny v příštích letech nabídnout atraktivní dividendový výnos okolo 8 %. Oproti naší poslední analýze z letošního září jsme snížili naše prognózy zisku i dividend, protože výsledky za třetí čtvrtletí i odhad managementu pro celý rok 2012 nedosáhl našich odhadů.

Odhady dividend

	2010	2011	2012e*	2013e	2014e	2015e
zisk na akcii (EUR)	0,33	0,26	0,24	0,28	0,30	0,31
prognóza v září 2012			0,25	0,31	0,34	0,34
výplatní poměr	90%	90%	91%	88%	89%	90%
dividenda na akcii (EUR)	0,30	0,23	0,22	0,25	0,27	0,28
prognóza v září 2012			0,23	0,28	0,31	0,31
dividendový výnos	9,1%	7,0%	6,7%	7,6%	8,2%	8,6%

Zdroje: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, *dividenda ze zisku roku 2012, která bude vyplacena v roce 2013. Dividendové výnosy jsou kalkulovány na základě tržní ceny 83 Kč na akcii



Akcie Fortuny se zdají být oceněné víceméně v souladu se zbytkem sektoru

Sektorové srovnání

Prozkoumali jsme také srovnání s velkými evropskými sázkovými a loterijními společnostmi. **Akcie Fortuny se zdají být oceněné víceméně v souladu se zbytkem sektoru.** Akcie Fortuny jsou sice atraktivní na základě dividendového výnosu, ale podle ukazatele EV/EBITDA se zdají být spíše drahé. Na základě násobku P/E se zdají být podle odhadu trhu atraktivní pro roky 2013-14, naše odhady výsledků Fortuny jsou ovšem pesimističtější než současný tržní konsensus. Stratégové Sociétés Générales v současné době žádné doporučení pro odvětví sázek nemají.

Sektorové srovnání

Společnost	P/E			dividend. výnos			EV/ EBITDA		
	2012e	2013e	2014e	2012e	2013e	2014e	2012e	2013e	2014e
888 HOLDINGS PLC	13,8	12,9	12,5	3,4	3,6	3,8	8,1	7,7	7,5
BET-AT-HOME.COM AG	69,0	10,3	5,3	4,8	6,7	5,7	11,2	2,8	1,5
CODERE SA	-	5,7	2,9	0,0	-	-	4,2	3,8	3,5
LADBROKES PLC	11,2	11,4	10,6	4,4	4,5	4,7	8,3	8,4	8,0
LOTTOMATICA SPA	12,1	11,0	10,6	4,9	5,4	5,5	5,7	5,6	5,5
OPAP SA	3,7	9,1	7,9	11,6	6,5	8,3	2,5	4,3	4,2
PADDY POWER PLC	24,3	21,5	19,6	2,0	2,3	2,5	16,4	14,8	13,3
SPORTINGBET PLC	10,7	9,3	5,7	3,7	3,9	4,9	6,5	5,9	4,6
UNIBET GROUP PLC-SDR	14,7	12,4	10,8	3,6	4,6	5,0	9,3	7,9	7,0
WILLIAM HILL PLC	12,6	12,8	12,0	3,2	3,4	3,7	7,8	7,8	7,5
Medián sektoru	12,6	11,2	10,6	3,6	4,5	4,9	7,9	6,8	6,2
Fortuna (konsensus)	13,2	10,3	9,2	6,9	8,6	9,7	8,6	7,2	6,6
Prémie (diskont)	5%	-8%	-13%	-47%	-48%	-50%	8%	6%	5%
Fortuna (naš odhad)	13,7	11,5	10,8	6,7	7,6	8,2	8,7	7,4	6,9
Prémie (diskont)	9%	3%	2%	-46%	-41%	-41%	9%	9%	10%

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum KB, Bloomberg. Kurzy k 10. 12. 2012

Ocenění a cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 99 CZK na akcii

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2015. Vypočítaný volný cash flow jsme diskontovali ke konci H1 12 (Fortuna totiž neoznámila úplné výsledky za Q3 12) za použití průměrné vážené ceny kapitálu (WACC) 8,02 % (dříve 8,24 %) a dlouhodobé růstové míry 1 %. Tato míra je nižší než obvyklá 2-3 %, protože se obáváme, že postupný přesun sázení z poboček na internet povede v budoucnu ke snížení marží společnosti. Výpočet WACC je založen na bezrizikové sazbě 2,40 % (váženo podle zemí, kde Fortuna působí), upraveném koeficientu beta 0,77, vážené rizikové přírůžce za vlastní kapitál 7,32 % a kapitálové struktury 95 % vlastní kapitál a 5 % dluh.

Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 105 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 % - 130 % fair value. **Za pomoci výše uvedených parametrů jsme stanovili cílovou cenu pro akcie Fortuny na 99 CZK** (fair value mínus 5 %).

- **Sektorová atraktivita (0 %):** SG aktuálně nemá pro sázkový sektor žádné doporučení.
- **Atraktivita společnosti (-5 %):** Akcie Fortuny nabízí ve srovnání se zbytkem titulů na BCPP podprůměrnou likviditu, a proto jsme započítali diskont za nízkou likviditu
- **Spekulativní potenciál (0 %):** Sektorové srovnání neposkytuje silný nákupní nebo prodejní signál.

**Výpočet cílové ceny akcií Fortuny**

Vyžadovaná výnosová míra	8,02%
Současná hodnota FCF do roku 2015 (mil. EUR)	48,2
Současná hodnota FCF po roce 2015 (mil. EUR)	183,4
Čistá hotovost (mil. EUR, na konci 2011)	-15,6
Fair value společnosti (mil. EUR)	231,6
Počet akcií (mil.)	52,0
Fair value na akcii (EUR)	4,2
Odhadovaný kurz CZK/EUR v prosinci 2013	25,20
Fair value na akcii (CZK)	105
12M cílová cena (CZK)	99

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Analýza citlivosti

Dlouhodobá růstová míra / WACC	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%
0,0%	103	95	88	82	77
0,5%	110	101	93	87	81
1,0%	118	108	99	92	85
1,5%	128	116	106	98	91
2,0%	140	126	114	105	96

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Sázení je regulované odvětví.** V budoucnu nelze vyloučit nepříznivá rozhodnutí regulačních orgánů. Zdanění sázení se může zvýšit, a to zejména proto, že vlády potřebují snižovat rozpočtové schodky. Možnosti sázkových společností v oblasti reklamy jsou navíc v některých zemích omezeny.
- **Vývoj loterijního projektu může být méně úspěšný, než očekáváme,** a mohlo by trvat déle, než segment dosáhne rentability. Vysoká výhra v některé z loterijních her může ohrozit ziskovost společnosti.
- **Konkurence je velmi silná na trhu on-line sázení,** což by mohlo snížit budoucí marže ještě výrazněji, než nyní očekáváme.
- **Selhání systému risk managementu může mít významný dopad na finanční výsledky Fortuny.** Úspěch sázkové společnosti závisí na jeho systému řízení rizik. Fortuna je tedy závislá na svých klíčových zaměstnancích.
- **Kolísání měnových kurzů může negativně ovlivnit výsledky společnosti.** Zejména posílení české koruny a polského zlotého může způsobit snížení zisků vyjádřených v eurech.

**KB**

Ekonomický a strategický výzkum

Fortuna

Výsledky a prognózy segmentu sportovních sázek

tis. EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Přijaté sázky	252 894	322 369	337 876	384 172	399 391	430 349	439 781	459 807	477 210
Sázky	232 225	297 889	317 502	363 310	379 594	407 132	418 930	441 580	461 362
Poplatky	20 669	24 480	20 373	20 862	19 797	23 217	20 850	18 227	15 848
Vyplacené výhry	-187 248	-233 541	-253 182	-291 357	-302 727	-329 414	-335 961	-351 701	-365 536
Hrubé výhry ze sázení	65 646	88 828	84 694	92 815	96 664	100 935	103 820	108 106	111 674
Online sázení	1 098	3 979	16 916	22 926	29 550	35 356	38 616	41 945	44 505
Sázení na pobočkách	64 548	84 849	67 778	69 889	67 114	65 580	65 204	66 161	67 169
Daňové srážky	-8 313	-11 536	-11 180	-12 498	-12 417	-14 927	-15 905	-16 883	-17 824
Ostatní příjmy	710	927	1 110	878	384	376	246	252	258
Tržby ze sázení	58 043	78 219	74 624	81 195	84 632	86 385	88 161	91 475	94 108
Změna %		34,8%	-4,6%	8,8%	4,2%	2,1%	2,1%	3,8%	2,9%
Zdanění zisků ze sázení	-3 651	-5 885	-6 965	-6 799	-8 079	-8 879	-9 172	-9 597	-9 913
Hrubý zisk ze sázení	53 682	71 407	66 549	73 518	76 168	77 130	78 743	81 626	83 937
Online sázení	786	2 897	13 576	18 949	23 988	16 439	31 529	34 327	36 473
Sázení na pobočkách	52 896	68 510	52 973	54 569	58 108	38 943	56 369	57 353	58 337
Marže hrubého zisku ze sázení	21 %	22 %	20 %	19 %	19 %	18 %	18 %	18 %	18 %

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Konsolidované výsledky Fortuny včetně loterie

tis. EUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Tržby	58 043	78 219	74 624	81 195	89 842	93 804	99 085	104 650	109 767
Změna %		34,8%	-4,6%	8,8%	10,6%	4,4%	5,6%	5,6%	4,9%
Daně a srážky	-3 651	-5 885	-6 965	-6 799	-9 419	-10 733	-11 903	-12 891	-13 827
Osobní náklady	-20 505	-25 283	-23 499	-25 576	-26 900	-28 979	-30 331	-32 376	-34 400
Odpisy	-1 369	-1 618	-2 138	-2 630	-3 140	-3 507	-3 704	-3 912	-4 103
Ostatní provozní náklady	-19 872	-22 091	-21 534	-23 737	-33 570	-33 750	-33 311	-34 270	-35 704
Provozní zisk	12 772	23 597	21 398	22 453	16 813	17 701	20 723	22 097	22 641
Změna %		84,8%	-9,3%	4,9%	-25,1%	5,2%	17,1%	6,6%	2,5%
EBITDA	14 141	25 215	23 536	25 083	19 953	21 208	24 427	26 009	26 744
Změna %		78,3%	-6,7%	6,6%	-20,5%	6,2%	15,2%	6,5%	2,8%
EBITDA marže	24,4%	32,2%	31,5%	30,9%	22,2%	22,6%	24,7%	24,9%	24,4%
Finanční výnosy	351	1 741	2 593	0	0	2 241	1 996	2 069	2 135
Finanční náklady	-4 192	-5 260	-4 642	-2 312	-900	-4 011	-3 931	-3 934	-3 937
Zisk před zdaněním	8 931	20 078	19 349	20 141	15 913	15 932	18 789	20 231	20 838
Daň z příjmu	-715	-4 023	-2 415	-2 769	-2 600	-3 425	-4 133	-4 451	-4 584
Čistý zisk	8 216	16 055	16 934	17 372	13 313	12 506	14 795	15 853	16 238
Změna %		95,4%	5,5%	2,6%	-23,4%	-6,1%	18,3%	7,2%	2,4%

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**KB****Ekonomický a strategický výzkum****Fortuna****KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM****Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu****Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz**Ekonomové****Anne-Françoise Blüher**
(420) 222 008 524
anne_bluher@kb.cz**Akciovní analytici****Miroslav Adamkovič, CFA**
(420) 222 008 523
miroslav_adamkovic@kb.cz**Jiří Škop, Ph.D.**
(420) 222 008 569
jiri_skop@kb.cz**Miroslav Frayer**
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz**Ekonom junior**
Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz**Josef Němý, CFA**
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz**SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE****Chief Economist of SG Poland**
Jarosław Janeczek
(48) 225 284 162
48 225 284 162**Head of Research of Rosbank**
Vladimir Kolychev
(74) 957 255 637
vkolychev@mx.rosbank.ru**Chief Economist of BRD-GSG**
Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro**SG Srbsko - strateg**
Sanja RAJKOVIC-TREBALJEVAC
(381) 11 22 21 244
Sanja.Rajkovic-Trebaljevac@socgen.com**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG**
Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro**Ekonom**
Monica Croitoru
(40) 213 016 858
monica.croitoru@brd.ro**Akciový analytik**
Laura Simion, CFA
(40) 213 014 461
laura.simion@brd.ro**Analytik junior**
Razvan Panturu
(40) 213 014 337
Razvan.panturu@brd.ro**SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH****Head of Global Economics**
Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com**Eurozóna**
James Nixon
(44) 20 7676 7385
james.nixon@sgcib.com**Michel Martinez**
(33) 1 42 13 34 21
michel.martinez@sgcib.com**Velká Británie**
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com**Skandinávie/Švýcarsko**
Anatoli Annikov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annikov@sgcib.com**Severní Amerika**
Brian Jones
(1) 21 22 78 69 55
brian.jones@sgcib.com**Aneta Markowska**
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com**Wei Yao**
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com**Kiyoko Katahira**
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com**Asie a Tichomoří**
Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com**SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS****Global Head of Research**
Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com**Head of Fixed Income Strategy**
Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com**Ciaran O'Hagan**
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com**Adam Kurpiel**
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com**Alberto Brondolo**
(44) 20 7676 7510
alberto.brondolo@sgcib.com**Takuma Sugawara**
(81) 3 5549 5432
takuma.sugawara@sgcib.com**Julian Wiseman**
(44) 20 7676 7342
julian.wiseman@sgcib.com**Fidelio Tata (New York)**
(1) 212 278 6213
fidelio.tata@sgcib.com**Patrick Gouraud**
(44) 20 7676 7850
patrick.gouraud@sgcib.com**Wee-Khoon Chong (Hong Kong)**
(852) 2166 5462
wee-khoon.chong@sgcib.com**Head of Foreign Exchange**
Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com**Lauren Rosborough**
(44) 20 7676 7878
lauren.rosborough@sgcib.com**Sébastien Galy**
(44) 20 76767623
Sebastien.galy@sgcib.com**Olivier Korber (Derivatives)**
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com**Head of Emerging Markets Strategy**
Benoît Anne
(44) 20 7676 7622
benoit.anne@sgcib.com**Economists of Emerging Markets Strategy**
Guillaume Salomon
(44) 20 7676 7514
Guillaume.salomon@sgcib.com**Gaëlle Blanchard**
(44) 20 7676 7439
gaelle.blanchard@sgcib.com**Esther Law**
(44) 20 7676 7396
esther.law@sgcib.com

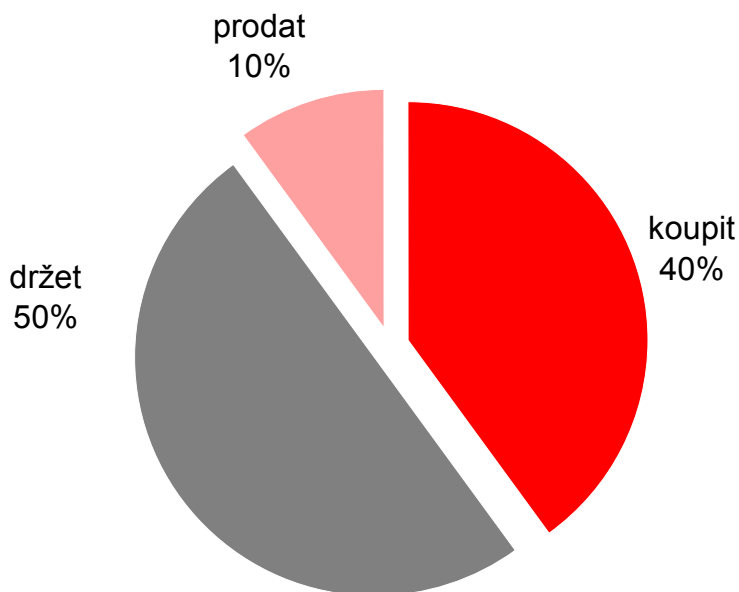
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či prémie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení by mělo zohledňovat také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v daném období 3-6 měsíců, takže cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (10 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB (k 11. prosinci 2012)



Zdroj: Ekonomický & Strategický Výzkum, Komerční banka

**KB****Ekonomický a strategický výzkum****Fortuna**

	ČEZ	Telefonica O2 CR	CME	Orco	Philip Morris CR	NWR	Pegas Nonwovens	Unipetrol	Fortuna	VIG	ECM
Přehled posledních doporučení k jednotlivým titulům vybraných emitentů SPAD*											
Doporučení	koupit	držet	držet	držet	držet	držet	koupit	prodat	koupit	koupit	-
Cílová cena	CZK 740	CZK 370	USD 6,0	CZK 43	CZK 11 460	CZK 86	CZK 550	CZK 152	CZK 99	EUR 39,8	pokryvání ukončeno
Datum	22/11/12	7/11/12	5/11/12	12/9/12	5/10/12	29/11/12	26/11/12	30/10/12	11/12/12	28/8/12	26/1/11
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)											
Doporučení	držet	držet	koupit	v revizi	držet	prodat	koupit	prodat	koupit	koupit	
Cílová cena	CZK 780	CZK 402	USD 9,6	v revizi	CZK 12 200	CZK 90	CZK 544	CZK 157	CZK 102	EUR 35,6	
Datum	13/8/12	27/7/12	6/8/12	30/4/12	13/6/12	29/8/12	7/9/12	1/8/12	7/9/12	15/6/12	
Doporučení	držet	koupit	koupit	prodat	držet	držet	koupit	prodat	koupit	držet	
Cílová cena	CZK 758	CZK 405	USD 11,3	CZK 81	CZK 12 440	CZK 103	CZK 530	CZK 137	CZK 107	EUR 36,2	
Datum	26/6/12	15/5/12	4/5/12	21/2/12	14/12/11	5/6/12	22/3/12	2/5/12	17/5/12	4/4/12	
Doporučení	držet	držet	koupit			prodat		prodat	koupit	koupit	
Cílová cena	CZK 830	CZK 412	USD 11			CZK 136		CZK 143	CZK 110	EUR 29,9	
Datum	22/3/12	21/2/12	27/2/12			27/1/12		11/1/12	9/3/12	21/11/11	
Doporučení	držet										
Cílová cena	CZK 804										
Datum	15/12/11										
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
významný finanční zájem osoby/osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ano	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty											
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců, Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem, KB market making** pro tituly příslušného emitenta,	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický & Strategický Výzkum, Komerční banka,



Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, úplný a nezkreslený obraz skutečnosti. Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění. Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná, než je výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení. Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.