

Akciové trhy

Sázení a loterie

FORTUNA

Defenzivní akcie se solidním růstovým potenciálem

Tento dokument je českým shrnutím anglicky psaného originálu vydaného 24. listopadu

Koupit

Cena 23.11.11 12m cíl
CZK 90,5 CZK 108

Sektorové doporučení Société
Générale

není doporučení

Typ investice

Vysoký dividendový výnos ✓
Potenciál růstu zisků ✓

Roční vývoj



Zdroj: Reuters

Fortuna on na trading.kb.cz

Data o akcii

RIC FOREsp.PR, Bloom FORTUNA CP			
52-týd.rozmezí (CZK)	87-137		
Tržní kap. (CZK mld)	4,7		
Tržní kap. (EUR mld)	0,18		
Volně obchod. (%)	33		
Výkon	1m	3m	12m
(%, v CZK)			
Akcie	-5,2	-9,5	0,4
Relativně k PX	-1,0	-2,3	27,9

- **Investiční případ 3-6M:** Akcie Fortuny lze považovat za defenzivní díky relativní stabilitě výsledků firmy v poslední recesi, nízkému zadlužení (poměr čistého dluhu vůči EBITDA je nyní jen okolo 0,4) a vysokému dividendovému výnosu (odhadujeme okolo 7 % z letošního zisku a růst v následujících letech). Fortuna ovšem zároveň nabízí také zajímavý růstový potenciál díky nedávno odstartovanému loterijnímu projektu. Tato vzácná kombinace nás spolu s faktem, že se nyní akcie obchodují jen mírně nad svým rekordním minimem (nejnižší uzavírací cena od IPO v říjnu 2010 doposud byla 87 CZK) vedla ke zvýšení doporučení pro akcie Fortuny na „koupit“. Věříme, že stabilní byznys sportovních sázek bude akciím poskytovat oporu i v nejistém makroekonomickém prostředí, zatímco jakýkoliv úspěch loterijního projektu by mohl pomoci akciím Fortuny k růstu.
- **Fakt/Dopad:** V příštím roce hrozí recese v mnoha evropských zemích, a proto pravděpodobně uvidíme pokles podnikových zisků. To se ovšem zřejmě nebude týkat Fortuny. Segment sportovních sázek se v poslední recesi ukázal jako poměrně rezistentní a v roce 2012 bude podpořen významnými sportovními událostmi. Nový loterijní projekt bude letos na úrovni EBITDA zřejmě ve ztrátě až 5 mil. EUR (zhruba čtvrtina konsolidované EBITDA za rok 2011), ale v příštím roce by se již měl dostat do blízkosti bodu zvratu. Několik měsíců po spuštění projektu Fortuna získala přibližně 13% podíl na českém loterijním trhu a je tak nyní v dobré pozici pro to, aby těžila z očekávaného oživení celého trhu. Celkově tak čekáme meziroční růst čistého zisku Fortuny v roce 2012 o 23 %. Loterie by měla být zdrojem růstu zisků i v dalších letech, podle našeho názoru by ale cena akcií měla pozitivně reagovat už na zprávy, že loterie již není ztrátová. Pokud by loterie nepřinesla žádnou ztrátu letos, akcie by se teď obchodovaly na poměrně atraktivním 2011 P/E okolo 10.
- **12-ti měsíční cílová cena:** Stanovili jsme roční cílovou cenu pro akcie Fortuny na 108 CZK za kus. Tato cílová cena nabízí téměř 20% růstový potenciál.
- **Očekávané události:** Fortuna by měla spustit internetové sázení v Polsku na začátku roku 2012 nebo již před koncem letošního roku, pokud obdrží povolení místního ministerstva financí. Výsledky za celý rok 2011 budou zřejmě zveřejněny v březnu.

Finanční data

	12/10	12/11e	12/12e	12/13e		12/10	12/11e	12/12e	12/13e
Výnosy (CZK m)	81,2	86,1	93,2	102,5	P/E (x)	10,6	13,2	10,7	9,6
EBITDA marže (%)	30,9	23,6	26,4	26,6	Dividendový výnos (%)	8,5	7,0	8,5	9,1
čistý zisk (CZK m)	17,4	14,0	17,2	19,3	Cena/účetní hodnota (x)	3,5	3,6	3,3	3,1
Zisk na akcii (CZK)	0,33	0,27	0,33	0,37	EV/IC (x)	3,5	3,4	3,3	3,2
Dividenda na akcii (CZK)	0,30	0,25	0,30	0,32	EV/výnosy (x)	2,3	2,2	2,0	1,8
Úrokové krytí (x)	9,7	6,5	7,7	8,6	EV/EBITDA (x)	7,4	9,4	7,6	6,7
Výplatní poměr (%)	89,8	92,7	90,5	87,5					

Shrnutí analýzy

Snížili jsme naši cílovou cenu na 108 CZK, ale zároveň jsme zvýšili naše doporučení na „koupit“.

Snížili jsme naši cílovou cenu pro akcie Fortuny ze 125 CZK na 108 CZK, zvyšujeme ovšem naše doporučení z „držet“ na „koupit“, protože nová cílová cena nabízí téměř 20% potenciál oproti aktuální tržní ceně. Hlavním důvodem pro změnu naší cílové ceny byly zhoršené vyhlídky loterijního projektu poté, co hlavní konkurent Sazka dokázal pod novým managementem výrazně navýšit tržby a upevnit svou pozici na trhu.

Spuštění loterie bylo poměrně úspěšné, protože objem sázek i hrubé výhry stabilně rostou. Domníváme se ale, že Fortuna ještě potřebuje mnohem silnější nárůst přijatých sázek na to, aby dosáhla svého střednědobého cíle. Jak se dalo očekávat, projekt loterie je v této fázi zatím ztrátový. Podle našeho názoru dají jasnější představu o potenciálu projektu loterie až výsledky za Q4 11 a zejména Q1 12, a proto jsme v tuto chvíli s našimi odhady raději spíše konzervativní.

Situace Sazky se stabilizovala a tržby firmy od naší poslední analýzy Fortuny výrazně vzrostly. Podíl Sazky na trhu loterií byl na konci října 84%, zatímco Fortuna měla zhruba 13% tržní podíl. Odhadujeme, že český loterijní trh klesl v letošním roce vzhledem k eskalaci problémů Sazky na méně než polovinu stavu před krizí. Trh se ovšem rychle zotavuje a Fortuna by z toho měla mít prospěch.

Naše odhady projektu loterie Fortuny jsme upravili směrem dolů ve srovnání s naší poslední aktualizací v červnu. Jsme nicméně o něco optimističtější, než jsme byli během IPO Fortuny, protože mnoho klientů Sazky ztratilo důvěru v tuto společnost a Fortuna již prokázala, že je schopna některé z těchto klientů přilákat.

Fortuna očekává, že v letošním roce dosáhne EBITDA 20 mil. EUR a čistý zisk 14 mil. EUR; naše předpovědi se nijak výrazně neliší. Fortuna i nadále očekává, že negativní dopad nové loterie na EBITDA bude 4-5 mil. EUR, což si myslíme, že je náročné, ale dosažitelné.

Věříme, že loterie Fortuny bude mít v příštím roce blízko k bodu zvratu, což zvýší zisk roku 2012. Výsledky v segmentu sportovních sázek by měly být negativně ovlivněny obtížným makroekonomickým prostředím. Přesto by měl tento segment meziročně víceméně stagnovat díky velkým sportovním akcím v průběhu příštího roku (EURO 2012 a olympijské hry) a odolnosti výsledků společnosti během ekonomického poklesu, která byla prokázána v recesi roku 2009.

Předpovídáme, že dividenda z letošního zisku poklesne na 0,25 EUR na akcii (stále velmi solidní 7% výnos). V následujících letech by pak měly akcie Fortuny nabízet velmi atraktivní dividendový výnos 8-10 %.

Akcie Fortuny nejsou příliš atraktivní ve srovnání s hlavními evropskými sázkovými a loterijními společnostmi. Toto srovnání ovšem nezohledňuje potenciál loterijního projektu. Hlavními riziky pro akcie Fortuny jsou právě možné selhání projektu loterie, dále vysoká konkurence v segmentu online sportovních sázek a regulační rizika.

Výsledky a prognózy segmentu sportovních sázek

tis. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Přijaté sázky	252 894	322 369	337 876	384 172	413 771	422 286	452 821	483 234	504 472
Sázky	232 225	297 889	317 502	363 310	393 309	404 027	435 870	468 178	490 598
Poplatky	20 669	24 480	20 373	20 862	20 462	18 259	16 951	15 057	13 874
Vyplacené výhry	-187 248	-233 541	-253 182	-291 357	-318 656	-326 601	-351 078	-376 799	-394 252
Hrubé výhry ze sázení	65 646	88 828	84 694	92 815	95 114	95 685	101 743	106 435	110 220
Online sázení	1 098	3 979	16 916	22 926	30 349	39 317	47 326	53 132	57 169
Sázení na pobočkách	64 548	84 849	67 778	69 889	64 766	56 368	54 417	53 303	53 050
Daňové srážky	-8 313	-11 536	-11 180	-12 498	-12 608	-13 364	-14 818	-16 000	-16 987
Ostatní příjmy	710	927	1 110	878	851	895	953	995	1 040
Tržby ze sázení	58 043	78 219	74 624	81 195	83 357	83 216	87 878	91 431	94 272
Změna %		34,8%	-4,6%	8,8%	2,7%	-0,2%	5,6%	4,0%	3,1%
Zdanění zisků ze sázení	-3 651	-5 885	-6 965	-6 799	-7 029	-7 791	-9 136	-9 499	-9 835
Hrubý zisk ze sázení	53 682	71 407	66 549	73 518	75 477	74 530	77 789	80 937	83 397
Online sázení	786	2 897	13 576	18 949	24 982	32 734	39 305	44 342	47 779
Sázení na pobočkách	52 896	68 510	52 973	54 569	56 582	48 436	46 203	45 200	44 944
Marže hrubého zisku ze sázení	21%	22%	20%	19%	18%	18%	17%	17%	17%

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Konsolidované výsledky Fortuny včetně loterie

tis. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Tržby	58 043	78 219	74 624	81 195	86 074	93 156	102 542	109 507	115 175
Změna %		34,8%	-4,6%	8,8%	6,0%	8,2%	10,1%	6,8%	5,2%
Daně a srážky	-3 651	-5 885	-6 965	-6 799	-7 029	-7 791	-9 136	-9 499	-9 835
Osobní náklady	-20 505	-25 283	-23 499	-25 576	-27 331	-27 802	-29 361	-31 525	-33 757
Odpisy	-1 369	-1 618	-2 138	-2 630	-3 197	-3 460	-3 809	-4 068	-4 278
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	126	255	910	0	0	0	0	0	0
Provozní zisk	-19 872	-22 091	-21 534	-23 737	-31 430	-32 949	-36 736	-38 983	-41 416
Změna %	12 772	23 597	21 398	22 453	17 087	21 153	23 499	25 433	25 888
EBITDA		84,8%	-9,3%	4,9%	-23,9%	23,8%	11,1%	8,2%	1,8%
Změna %	14 141	25 215	23 536	25 083	20 284	24 614	27 308	29 501	30 166
EBITDA marže		78,3%	-6,7%	6,6%	-19,1%	21,3%	10,9%	8,0%	2,3%
Finanční výnosy	24,4%	32,2%	31,5%	30,9%	23,6%	26,4%	26,6%	26,9%	26,2%
Finanční náklady	351	1 741	2 593	0	2 029	1 882	1 888	1 999	2 090
Zisk před zdaněním	-4 192	-5 260	-4 642	-2 312	-2 612	-2 765	-2 717	-2 620	-2 622
Daň z příjmu	8 931	20 078	19 349	20 141	16 504	20 271	22 670	24 812	25 356
Čistý zisk	-715	-4 023	-2 415	-2 769	-2 476	-3 041	-3 400	-3 722	-3 803
Změna %	8 216	16 055	16 934	17 372	14 028	17 230	19 269	21 090	21 552

Zdroj: Fortuna, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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



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_drima@kb.cz



Aktiovní analytici
Miroslav Adamkovič, CFA
(420) 222 008 523
miroslav_adamkovic@kb.cz



Josef Němý, CFA
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ



Chief Economist of SG Poland
Jaroslav Janecki
(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 Libacor
(40) 213 016 869
florian.libacor@brd.ro



SG Srbsko - stratég
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

Aktiovní 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
Klaus Baader
(44) 20 7676 7609
klaus.baader@sgcib.com



James Nixon
(44) 20 7676 7385
james.nixon@sgcib.com



Vladimir Pillonca
(44) 20 7676 7863
vladimir.pillonca@sgcib.com



Michel Martinez
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



Alejandro Cuadrado
(1) 212 278 73 13
alejandro.cuadrado@sgcib.com



Rudy Narvas
(212) 278 7662
rudy.narvas@sgcib.com



Asie a Tichomoří
Glenn Maguire
(85) 2 21 66 54 38
glenn.maguire@socgen.com



Takuji Okubo
(81) 3 5549 5560
takuji.okubo@socgen.com



Wei Yao
(852) 21 66 45 37
wei.yao@sgcib.com



Joseph Lau
(852) 21 66 54 41
Joseph.lau@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



Jose Sarafana
(33) 1 42 13 56 59
jose.sarafana@sgcib.com



Jean-David Cirotteau
(33) 1 42 13 72 52
Jean-david.cirotteau@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



Christian Carrillo (Asia-Pacific)
(81) 3 5549 5626
christian.carrillo@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



David Deddouche
(33) 1 42 13 56 22
david.deddouche@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



Nalini Cundapen
(44) 20 76 76 7491
nalini.cundapen@sgcib.com



Technical analysis
Hugues Naka
(33) 1 42 13 51 10
hugues.naka@sgcib.com



Fabien Manac'h
(33) 1 42 13 88 35
fabien.manach@sgcib.com

	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	držet	držet	držet	prodat	koupit	koupit	koupit	držet	koupit	koupit	-
Cílová cena	CZK 933	CZK 422	USD 12.4	CZK 100	CZK 10,600	CZK 213	CZK 520	CZK 179	CZK 108	EUR 29.9	pokrytí ukončeno
Datum	15/4/11	25/5/11	4/11/11	22/9/11	18/5/11	8/9/11	15/4/11	22/6/11	24/11/11	21/11/11	26/1/11
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)											
Doporučení	držet	koupit	koupit	prodat	koupit	držet	koupit	prodat	držet	-	prodat
Cílová cena	CZK 816	CZK 430	USD 25	CZK 163	CZK 11,000	CZK 305	CZK 500	CZK 173	CZK 125	-	-
Datum	3/12/10	15/9/10	21/3/11	26/1/11	8/10/10	31/1/11	4/8/10	3/12/10	21/6/11	-	16/7/10
Doporučení	držet	prodat	držet	držet	koupit	koupit	koupit	prodat	držet	-	prodat
Cílová cena	CZK 960	CZK 435	USD 26	CZK 138	CZK 10,567	CZK 320	CZK 488	CZK 179	EUR 4.25	-	CZK 145
Datum	25/06/10	2/4/10	8/11/10	16/7/10	10/5/10	22/04/10	29/01/10	25/05/10	10/11/10	-	22/12/09
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	ne	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.	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem.	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.										
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem.	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making** pro tituly příslušného emitenta.	ano	ano	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Zdroj: Ekonomický & Strategický Výzkum, Komerční banka, 25.5.2011

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>.