

Jan Roh
analytik
roh@cyrrus.cz

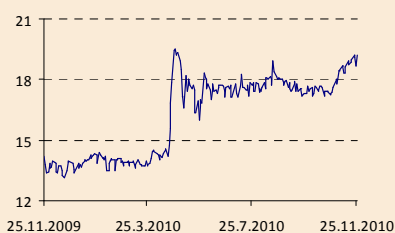
Datum vydání: 29.11.2010

AAA Auto Group N.V.
Sít' autobazarů

Obnovené doporučení:
Koupit (Buy)

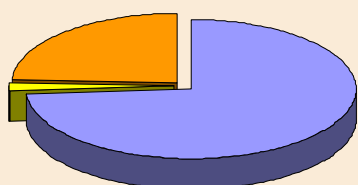
Cílová cena:
28,1 Kč

Vývoj ceny akcí za poslední rok v Kč



ZDROJ: Bloomberg

Struktura akcionářů AAA Auto (30.6.2010)



Automotive Industries A. J. Denny Free Float

ZDROJ: AAA Auto Group N.V.

Základní informace o akciích AAA Auto

Data ke dni: 26.11.2010
Cena akcie: 18,8 Kč
Počet vydaných akcií: 67 757 875
Tržní kapitalizace CZK: 1,29 mld.
52-week max: 20 Kč
52-week min: 13 Kč
Průměrný denní objem: 26 tis. ks

Sídlo firmy: Dopraváků 723
184 00 Praha 8
Česká republika

Web: www.aaaauto.cz

ISIN: NL0006033375
WKN: A0M42H
Bloomberg: AAA CP
Reuters: AAAsp.PR

Trh s automobily se po krizi v letech 2008 a 2009 postupně stabilizuje. I když nyní spotřebitelé využívají slev u nových vozů, dá se očekávat návrat k dlouhodobému poměru, kdy je nákup ojetin častější. V České republice je navíc stále velmi početná skupina aut z devadesátých let a mnohá svým stářím převyšují průměrné stáří vozidel v ČR. **Očekáváme** proto zvyšující se **tlak na obměnu** za mladší auta, což by se mělo projevit i na trhu ojetin v ČR.

V roce 2008 skupina z důvodu krize ukončila provozy v Rumunsku, Maďarsku a Polsku. **Ztráta z ukončených provozů** se nejvíce projevila v roce 2008 a 2009, nyní s **postupným odprodáváním nemovitostí klesá**. **Expanzi** AAA Auto mimo český a slovenský trh v následujících letech **neočekáváme**, nicméně společnost teď monitoruje případný vstup do Ruska. V tomto roce začala skupina provozovat pojízdné výkupny vozidel, čímž se přibližuje zákazníkům. Rozšiřování poboček v ČR nebo SR je možné prostřednictvím nízkonákladových malých bazarů (tzv. Baby-bazary).

Skupina v roce 2010 navyšuje kvartální tržby i hrubý zisk (i v meziročním srovnání), a to **i přes nižší počet prodaných vozů** v prvním a druhém kvartále. Je to možné díky třem faktorům. V meziročním srovnání **vzrostly prodejní ceny**, ve třetím kvartále jde dokonce vidět zvýšený (obnovující se) zájem o dražší vozy. Dále **skupina radikálně snížila náklady**, především personální. Třetím faktorem je **důraz na zvyšování podílů příjmů ze zprostředkování finančních služeb** spojených s nákupem vozu, což se pozitivně projevuje na ziskovosti skupiny.

To je i příčinou vyšších marží. Za 9M tohoto roku je hrubá marže 25%, čistá 2,3%. Za celý rok 2010 je pak podle našeho předpokladu dosažitelná úroveň všech marží nad úroveň roku 2009, což by potvrdilo nadále růstový trend. Díky zmíněným důvodům společnost dosahuje v porovnání s minulým rokem lepšího čistého zisku za všechny jednotlivé kvartály, **za devět měsíců tohoto roku je čistý zisk** v porovnání se stejným obdobím loni více než **dvojnásobný** (3,38 mil. EUR). Překonání na čistém zisku očekáváme i pro čtvrtý kvartál tohoto roku (2009: ztráta 218 tis. EUR).

Na základě ocenění modelem DCF stanovujeme pro akcie společnosti AAA Auto **roční cílovou cenu 28,1 Kč**. Vzhledem k 49% prémii oproti závěrečnému kurzu dne 26.11.2010 stanovujeme pro tyto akcie obnovené investiční doporučení „**koupit**“.

[tis. ks/EUR]	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Prodeje aut	50 344	36 867	37 000	36 480	38 377	41 015	42 902
Tržby	297 306	166 198	180 634	182 767	195 885	211 986	223 955
Hrubý zisk	64 355	38 305	45 879	45 968	48 268	50 961	52 894
EBITDA	3 617	7 412	11 588	10 922	11 243	11 824	12 033
EBIT	420	5 347	9 601	9 277	9 480	10 128	10 241
Čistý zisk	-2 225	2 740	5 456	5 726	5 882	6 199	6 228
Čistý zisk *	-32 410	1 383	3 956	4 226	4 382	4 899	5 528
Marže							
Hrubý zisk	20,8%	23,0%	25,4%	25,2%	24,6%	24,0%	23,6%
EBITDA	1,2%	4,5%	6,4%	6,0%	5,7%	5,6%	5,4%
EBIT	0,1%	3,2%	5,3%	5,1%	4,8%	4,8%	4,6%
Čistý zisk	-0,8%	1,6%	3,0%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%

ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s. , Údaje za pokračující provozy (ČR, SR)
* včetně ukončených provozů

PROFIL SKUPINY

Skupina AAA Auto Group N.V. (dále jen AAA Auto) provozuje prostřednictvím svých mateřských společností síť autobazarů v České a Slovenské republice. Do roku 2008 byla společnost přítomna i na trzích v Maďarsku, Polsku a Rumunsku, z těch však z důvodu finanční krize, nevhodných podmínek na těchto trzích a potřeby radikálně snížit náklady odešla a začala se soustředit na své hlavní 2 (domácí) trhy. V hledáčku skupiny je nyní znovu vysoce potenciální Ruský trh. V Česku má aktuálně AAA Auto 17 poboček, na Slovensku 8 a celkově na všech provozech zaměstnává 1325 zaměstnanců. Největším a zároveň majoritním akcionářem AAA Auto je prostřednictvím společnosti Automotive Industries (a pak i přímo) její zakladatel A.J.Denny.

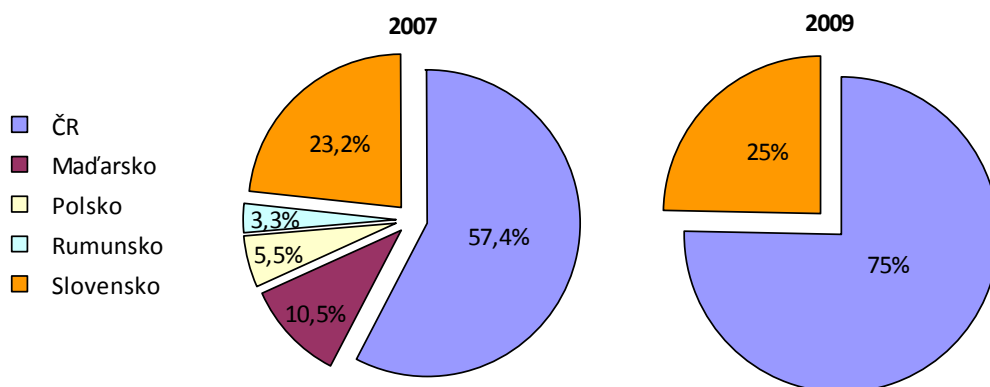
Hlavní činností skupiny je výkup a prodej ojetých automobilů. Dalšími činnostmi jsou zprostředkování financování pro nákup vozidel a doplňkové služby jako prodej příslušenství k automobilům nebo jejich opravy. Prodej automobilů se na tržbách podílí přibližně 85%, na hrubém zisku však již přibližně polovinu zaujímají příjmy ze zprostředkování financování nákupu vozů, a to díky prakticky nulovým nákladům na tuto činnost. Významným mezníkem v historii skupiny byl vstup na pražskou a budapešťskou burzu v září 2007, což zvýšilo tlak na transparentnost ve vystupování společnosti vůči investorům.

ZAOSTŘENO NA ČESKO

Skupina se po expanzi v letech 2007 a 2008 úplně stáhla ze třech zahraničních trhů, a to Polska, Maďarska a Rumunska. V současnosti zůstává ve fázi monitorování těchto trhů a zvažuje vstup do Ruska, které je svým potenciálem velice zajímavé (např. růst prodeje nových vozů v Rusku až na výjimku v roce 2009 roste dvouciferným tempem, letos za 10M +22%). V počáteční fázi by šlo nanejvýše o jednání s případnými partnery či hledání prostor pro pobočky. Na ocenění společnosti proto tyto zprávy zatím nemají žádný vliv. Také proto, že AAA už vstup do Ruska zvažovaly v roce 2008 a poté plány odložily.

Zákazníci českého a slovenského trhu jsou teď primárním cílem

Rozložení prodeje podle zemí, srovnání roku 2007 a 2009



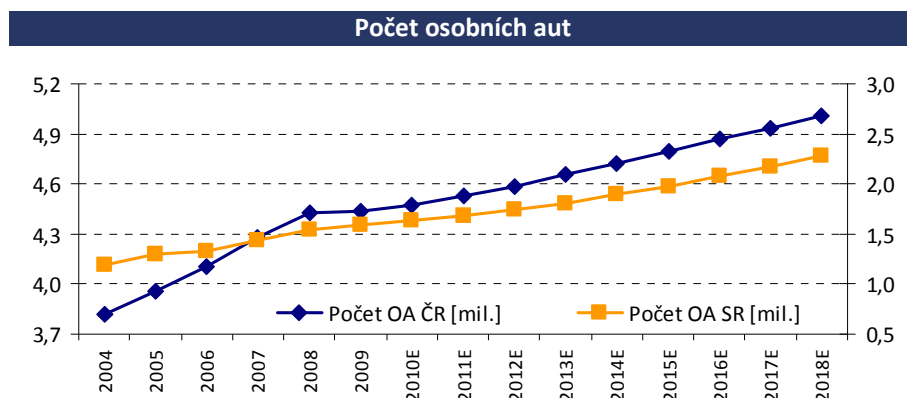
ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

Ve středu zájmu tak zůstává i nadále český trh se 75% podílem na všech prodejech, zbývajících 25% pak připadá na Slovenskou republiku. Expanzi většího rozsahu na těchto dvou hlavních trzích také do konce roku 2011 neočekáváme. Výjimkou by mohly být tzv. Baby bazary, tedy bazary s menším počtem nabízených automobilů a nižšími náklady na provoz. Při dobrých tržních podmínkách by mohla skupina podle našeho předpokladu rozšiřovat síť poboček v Česku a na Slovensku od roku 2012.

2009: ZPOMALENÝ RŮST POČTU OSOBNÍCH AUT V ČR A SR

Potenciál k růstu počtu aut v ČR zde stále je

Prodeje a potažmo hospodaření AAA Auto závisí na mnoha faktorech. Prvním z nich je celkový počet automobilů v dané zemi. V letech 2005 – 2008 zaznamenávaly oba trhy nárůst celkového počtu automobilů, v České republice to byly růsty nad 140 tis. aut ročně, na Slovensku pak nad 100 tis. (kromě 2006: 30tis.). Krizový rok 2009 znamenal výrazný pokles těchto přírůstků (11 tis. ČR, 44 tis. SR).



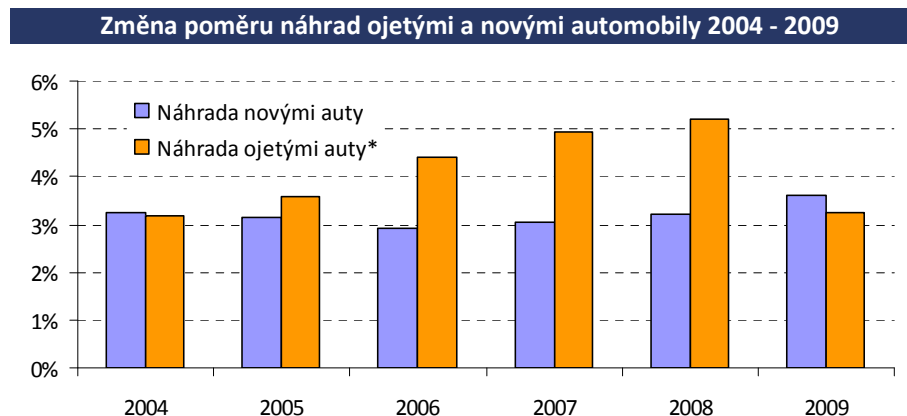
ZDROJ: ČSÚ, Policia SR, CYRRUS, a.s.

Dlouhodobým faktorem v tomto ohledu je penetrace automobilů v daných zemích. V ČR byla penetrace na konci roku 2009 rovna hodnotě 423, na Slovensku 293. Ve srovnání s průměrem Evropy (téměř 500) tato čísla indikují stále ještě relativně velký prostor k růstu celkového počtu aut a tedy i potenciál navyšování množství vozů zobchodovaných na trhu s ojetými automobily.

AKTUÁLNÍ PREFERENCE NOVÝCH AUT PŘED OJETÝMI

Nová auta lákají atraktivními cenami

Naproti rostoucímu trendu z předkrizových let, kdy spotřebitelé v čím dál větší míře preferovali nákup ojetého automobilu před nákupem nového, zde máme od roku 2009 stav opačný. Prvním důvodem jsou atraktivní ceny nových aut. Zákazníci, kteří se rozhodovali mezi nákupem zánovního automobilu a novým automobilem, využili akčních nabídek, které jsou doteď silnou konkurencí zánovním ojetým automobilům. Druhým důvodem jsou odložené nákupy vlivem zvýšené nezaměstnanosti a celkové ekonomické nejistoty vnímané spotřebiteli.



ZDROJ: SDA, ČSÚ, CYRRUS, a.s.

*počet prvních registrací ojetin k celkovému počtu OA v ČR

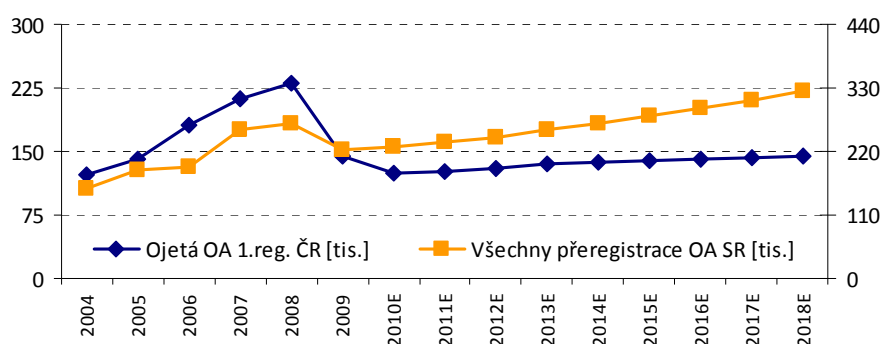
V delším období zaujímá obměna skrze ojetá auta větší prostor na trhu, než je tomu nyní. Tento stav pokládáme za výjimečný, způsobený snížením ceny nových

Trh s ojetinami zasáhla krize více, než trh s novými auty

automobilů a dalšími faktory, které budou zmíněny dále v textu. Předpokládáme, že v dlouhodobém horizontu se budou spotřebitelé k trendu zpátky vracet a náhradu za stará auta budou hledat znovu ve větší míře v bazarech. Nepředpokládáme však, že by mělo jít o výraznou převahu obměny ojetinami nad obměnou novými auty, jako tomu bylo např. v roce 2008.

Registrace ojetých aut v České republice (měřeno první registrací v ČR) a na Slovensku (všechny registrace v SR) výrazně poklesly v roce 2009 a pro další roky zde očekáváme pouze pozvolný návrat přes hodnoty z let 2004 – 2008. Důvod jsme již zmínili výše, a to atraktivita nových vozů a pravděpodobnost, že nové vozy budou zákazníkům blíže i v dalších letech.

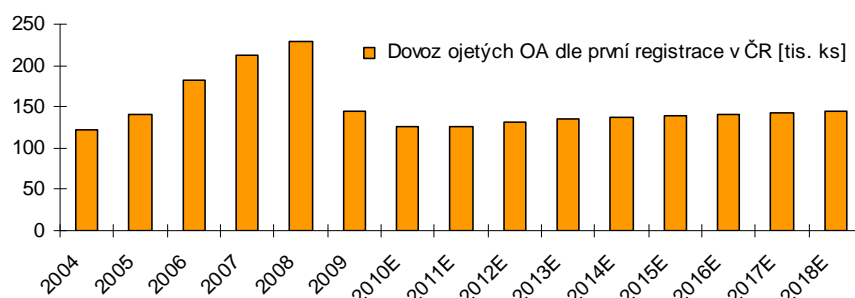
Trh s ojetými osobními automobily v ČR a SR



ZDROJ: SDA, Polícia SR, CYRRUS, a.s.

Historie množství dovezených automobilů, kterou Svaz dovozců automobilů (SDA) reportuje podle počtu prvně zaregistrovaných vozidel, ať už nových nebo ojetých, poukazuje na velmi prudký propad v roce 2009 i v importech ojetých OA do ČR. Ještě letošní rok podle dosavadních čísel vypadá na pokračování propadu, jeho tempo by se mělo nicméně zmírnit. Pro další roky vidíme potenciál pro postupný návrat k vyšším hodnotám importovaných vozů do ČR. Tempo růstu však bude podle nás omezené celkovým množstvím automobilů, které bude přibývat pomaleji, než tomu bylo do roku 2004 (důvody jsou zmíněny výše).

Dovoz ojetých osobních automobilů dle první registrace v ČR 2004 – 2018E



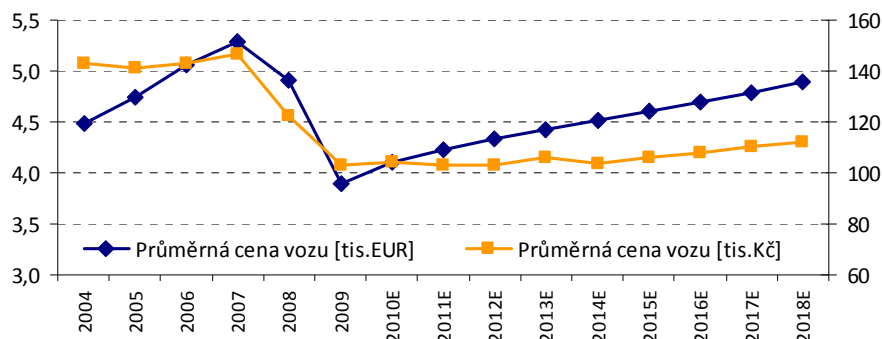
ZDROJ: SDA, CYRRUS, a.s.

Nízká poptávka = tlak na ceny

Snížení poptávky po automobilech znamenalo snížení cen u nových automobilů a zvýšení jejich atraktivity. Rozdíl mezi cenou ojetého a nového automobilu se oproti předchozímu stavu radikálně snížil a to stále odčerpává prodeje z trhu s ojetými automobily. To je další faktor, který ovlivňuje poptávku po ojetých automobilech, tedy situace na trhu s novými automobily. Snížení cen nastalo také na trhu s ojetými automobily a návrat k cenám z let 2004-2007 očekáváme pouze pozvolný, především proto, že automobilový sektor v Evropě celkově bude ještě následující

roky pod tlakem. Zvýšení průměrné ceny automobilů bude podle našeho názoru z větší části důsledkem obnoveného zájmu o dražší vozy.

Průměrná cena vozu v EUR a CZK



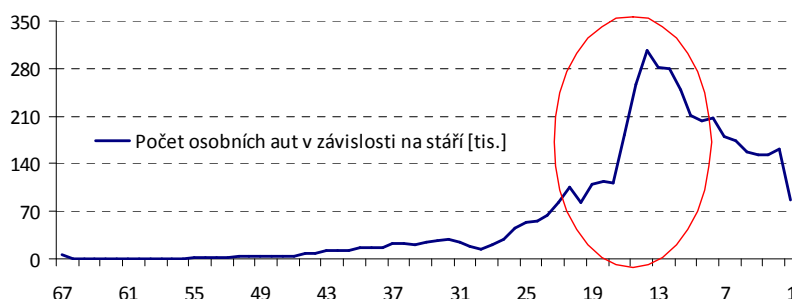
ZDROJ: CYRRUS, a.s.

VOZY Z DEVADESÁTÝCH LET ZAČÍNÁJÍ BÝT STARÉ

Jak je vidět z grafu věkového složení vozového parku v ČR, nejvíce aut se zde prodalo v devadesátých letech a z tohoto období stále pochází nejvíce aut (relativně). Jejich stáří se tak pohybuje mezi 10 a 20 lety. Vzhledem k tomu, že průměrné stáří osobních vozidel (kategorie M1) na území ČR je 14 let (vážený průměr, data z Centrálního registru vozidel ČR), pak je důvod předpokládat, že automobily z této doby budou nahrazovány novými nebo novějšími ojetými.

Složení vozového parku v ČR dle stáří (osobní auta)

Vozový park čeká v dohledné době omlazení



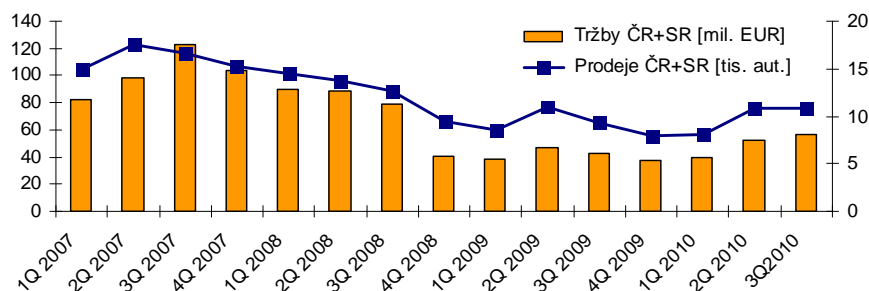
ZDROJ: Centrální registr vozidel, CYRRUS, a.s.

Faktorem, který je už z větší části v režii společnosti AAA Auto, je její podíl na trhu s ojetými automobily. Od těžkého období v době krize se podíl společnosti na důležitém českém trhu postupně zvyšuje (podíl prodaných vozů k prvně registrovaným ojetým vozům v ČR). V poměru k celkovým provozním výdajům se postupně zvyšují marketingové náklady, což je jeden z klíčů k opětovnému zvýšení tržního podílu.

PRODEJŮM SE DAŘÍ BRZDIT PÁD A ŠPLHAT ZPĚT NAHORU

Po velmi těžkém období roku 2008 a zvláště 2009 se meziroční propad prodeje za kvartály 1Q a 2Q v roce 2010 zastavil, za 3Q prodeje již meziročně rostly o 15%. Je tak dosažitelné, aby prodeje v tomto roce byly na stejné nebo mírně lepší úrovni než v roce 2009. Co se týče sezónnosti, ta se dá charakterizovat silnými 2Q a 3Q, slabší jsou pak zimní měsíce, což se projevuje na horších číslech za 4Q a 1Q.

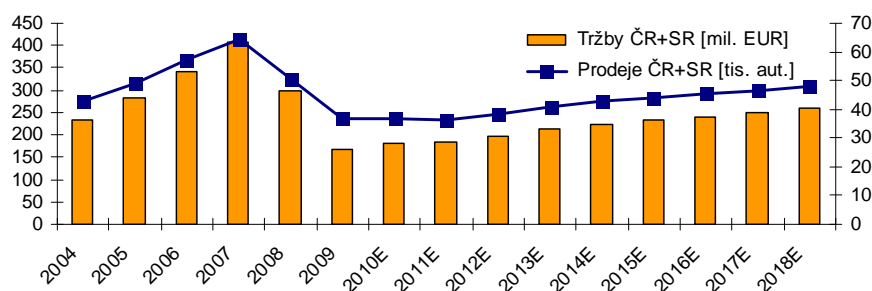
Tržby a prodeje společnosti za 1Q 2007 až 3Q 2010 v ČR a SR



ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

V delším horizontu pak předpokládáme postupné oživení na trhu s automobily celkově a v návaznosti na růst cen nových automobilů postupně ztraktivnění ojetých automobilů, což by se podle našeho názoru mělo na tržbách a prodejích skupiny projevit mírným nárůstem těchto ukazatelů v dalších letech.

Tržby a prodeje společnosti v období 2004 – 2018E



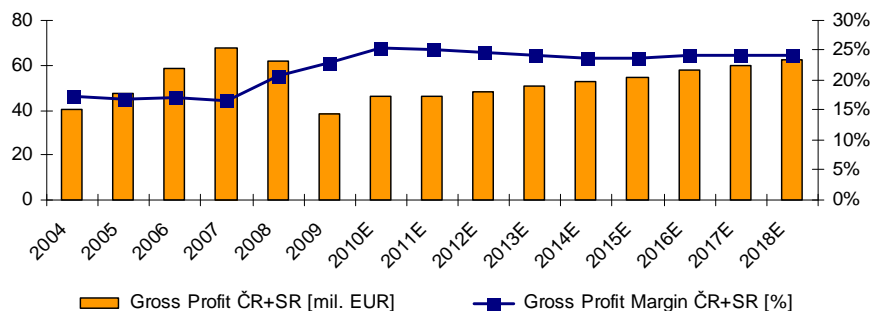
ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

HRUBÁ MARŽE: NIŽŠÍ POŘIZOVACÍ CENY, VYŠŠÍ PROVIZE

To jak se společnost začala zaměřovat na malá a levnější auta se pozitivně projevilo na hrubé ziskové marži. Taky snižování cen automobilů znamenalo snížení pořizovacích cen aut. Nemalou měrou se na zvýšení hrubé ziskové marže podílí také navýšení podílu provizí z finančních služeb na zisku, které tvoří již 50% z celého hrubého zisku (2Q 2010). Do dalších let předpokládáme ještě mírné navýšování hrubé ziskové marže, protože věříme, že je zde stále ještě prostor k navýšování podílu zisku z finančních provizí a protože podle nás zůstanou ceny automobilů v blízkých letech stále pod tlakem (to je pozitivní pouze za podmínky, že by AAA dokázaly i nadále využívat nízkých výkupních cen automobilů a budou se zaměřovat na několik modelů s nejvyššími maržemi). V delším horizontu pak s navyšujícím se počtem prodaných automobilů a postupným navýšováním nákladů předpokládáme ustálení marže na hodnotách kolem 25%.

Zvyšování podílu zisku z finančních služeb se pozitivně podepisuje na marži

Hrubý zisk a hrubá zisková marže v pokračujících provozech (ČR a SR)



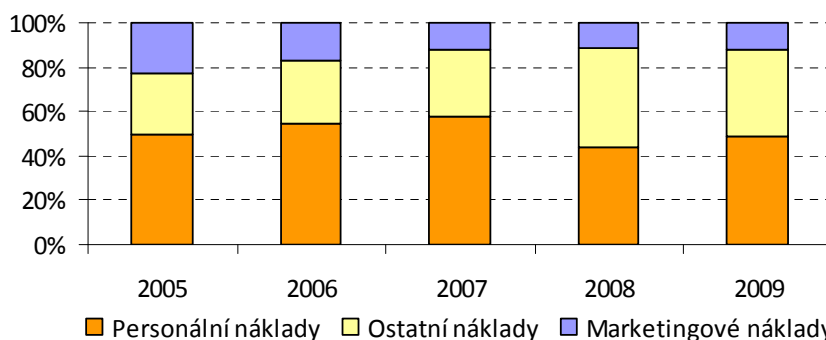
ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

PROVOZNÍ NÁKLADY

Personální náklady budou tvořit znovu podstatnou část provozních nákladů

Z přiloženého grafu rozložení nákladů mezi jednotlivé složky lze vyzorovat souvislosti s činností společnosti. V letech 2005 – 2007 byla firma nastavena expanzním směrem, tomu odpovídá nárůst podílu personálních nákladů a pozvolný úbytek podílu marketingových nákladů, jelikož ty nejsou v jistém ohledu natolik přímo úměrné prodejem firmy (nová přítomnost na trhu znamená propagaci v určitém rozsahu při větších či menších tržbách). Odstup z trhů během roku 2008 pak znamenal radikální zásah do mzdových nákladů, kvůli nepříznivé finanční situaci společnost sáhla také na marketingové náklady. Rok 2009 je pak ve znamení obnovování nákladových poměrů k „normálu“, tedy postupné najímání zaměstnanců a zvyšování poměrných výdajů na reklamu.

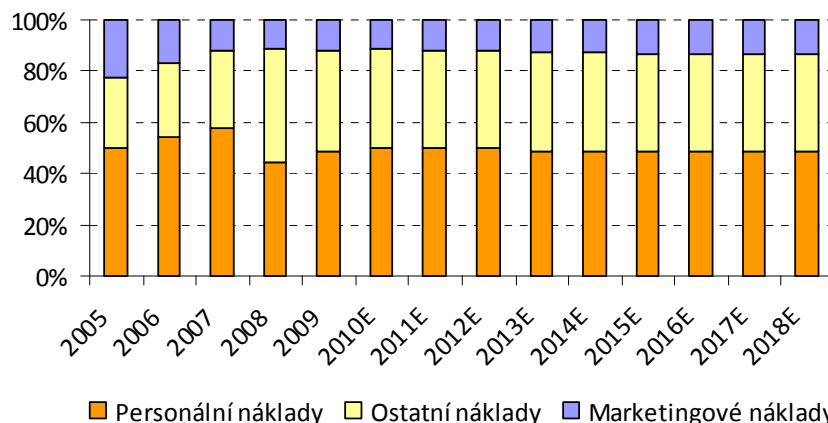
Podíl jednotlivých složek na provozních nákladech



ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

Tento trend ve skupině očekáváme i do budoucna, personální náklady budou i nadále podle našeho předpokladu tvořit přibližně 50% všech provozních nákladů, výdaje na marketing, pokud společnost nevstoupí na další trhy, budou tvořit také relativně stabilní část nákladů. Tyto hodnoty se mohou mírně lišit v jednotlivých letech zvláště v případě nárazových akcí, např. doplňková výbava zdarma (ostatní náklady) nebo reklama formou pojízdných výkupen atp.

Podíl jednotlivých složek na provozních nákladech 2005 – 2018E



ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

Společnost se zvláště v poslední době soustředí na snižování celkových nákladů. Příkladem je zaměření na menší počet modelů automobilů, a to zejména těch levnějších a menších. Trochu do pozadí byla odsunuta činnost prodeje nových a zánovních automobilů, kde byl zaznamenán v době krize podstatný propad v prodejnosti.

DIVIDENDOVÁ POLITIKA

Dividenda příští rok nebude

Přestože společnost při vstupu na burzu plánovala vyplácet dividendu v maximální výši 20% konsolidovaného zisku, k vyplacení dividendy nikdy nedošlo. Roli zde hrály špatné podmínky na trhu, ztráta společnosti v letech 2007 a 2008, resp. malý zisk v roce 2009 a tlak na neustálé snižování nákladů. Za rok 2010 společnost dividendu vyplácet neplánuje. Obecná dividendová politika (tedy výplata max. 20% ze zisku) však zůstává zachována.

STANOVENÍ CÍLOVÉ CENY

K ocenění společnosti AAA Auto jsme použili dvoufázový model DCF – FCFF - Free Cash-Flow to Firm. Bezriziková sazba byla stanovena na základě výnosnosti desetiletých vládních dluhopisů ČR a SR, výnosy byly navázeny dle prodejů skupiny v těchto zemích (rozdělení tržeb není od 4Q2009 dostupné). V rizikové prémii jsou stejným způsobem navázeny rizikové přírázky zemí dle A. Damodarana. Ty jsou násobeny ještě koeficientem 1,5 (akcie/dluhopisy), odrážejícím vyšší rizikovitost akciového trhu ve srovnání s dluhopisovým. K rizikové prémii dále připočítáváme 2% prémii za nízkou likviditu a relativně malou velikost společnosti. Tuto prémii jsme určili kvalifikovaným odhadem. Pro ukazatel beta volíme hodnotu 1 pro první i druhou fázi modelu. Hodnotu dlouhodobého růstu odhadujeme na 3%. Pro stanovení nákladů dluhu vycházíme z historických údajů o průměrných nákladech na financování cizím kapitálem (největší podíl mají bankovní úvěry). Vstupní parametry obou fází ocenění zobrazuje tabulka.

Vstupní parametry modelu DCF		
	1. fáze	2. fáze
Bezriziková sazba	4,17%	4,68%
Riziková premie	7,73%	7,73%
Beta	1	1
<u>Náklady vl. kapitálu</u>	<u>11,90%</u>	<u>12,41%</u>
Efektivní sazba daně	19%	19%
<u>Nákl. dluhu po zdanění</u>	<u>4,05%</u>	<u>4,46%</u>
Váha vl. kapitálu	35%	50%
Váha dluhu	65%	50%
WACC	6,80%	8,43%
Dlouhodobý růst		3,0%
ROIC		8,4%

ZDROJ: Bloomberg, A. Damodaran, CYRRUS, a.s.

Na základě zmíněných skutečností a očekávání v našem modelu DCF – FCFF předpokládáme následující hodnoty pro roky 2011F až 2018F. Výslednou cílovou cenu násobíme aktuálním kurzem EUR/CZK, dostáváme tak cílovou cenu v Kč.

Model FCFF

[tis. EUR]	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
NOPAT	6 494	6 636	7 090	7 169	7 589	8 751	9 103	9 281
Odpisy	1 645	1 763	1 696	1 792	1 853	1 931	1 998	2 080
CAPEX	3 600	3 000	2 500	2 200	2 000	2 000	2 000	2 000
FCFF	4 539	5 399	6 286	6 761	7 442	8 682	9 101	9 361
Diskontní faktor	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63	0,59
Diskontované FCFF	4 250	4 734	5 160	5 197	5 357	5 851	5 743	5 531
<u>Současná hodnota</u>	<u>101 200</u>							
Čistý dluh	32 667							
Dlouh. majetek k prodeji	11 166							
Závazky z dlouh. majetku k prodeji	7 414							
<u>Čistá současná hodnota</u>	<u>72 285</u>							
Počet akcií [tis.]	67 758		<i>EUR/CZK</i>	<i>24,7</i>				
ČSH na akcii	1,07 EUR							
Cílová cena [EUR]	1,14 EUR		Cílová cena	28,1 Kč				

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ

Na základě ocenění pomocí modelu DCF je současná vnitřní hodnota akcie společnosti AAA Auto rovna 1,0 EUR. Po přepočtení na Kč aktuálním kurzem stanovujeme roční cílovou cenu akcie společnosti na **28,1 Kč**. Oproti poslednímu závěrečnému kurzu akcie na pražském trhu 18,8 Kč (26.11.2010) znamená naše cílová cena 49% prémii. Podle metodiky uvedené v závěru stanovujeme pro akcie společnosti AAA Auto Group N.V. investiční doporučení na stupni „**Koupit**“ („**Buy**“).

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.

Analýza citlivosti vstupních parametrů modelu DCF

		ROIC				
		5,4%	6,9%	8,4%	9,9%	11,4%
W	6,4%	30,5	38,0	42,9	46,2	48,7
A	7,4%	24,3	30,1	33,8	36,5	38,4
C	8,4%	20,3	25,1	28,1	30,3	31,8
C	9,4%	17,6	21,6	24,2	26,0	27,3
	10,4%	15,6	19,1	21,3	22,9	24,0

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

VÝHLEDOVÉ FINANČNÍ A POMĚROVÉ UKAZATELE

Výhledový zkrácený výkaz zisku a ztráty

[tis. EUR]	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tržby z vozů	247 351	143 648	152 094	153 707	164 935	178 916	189 018	195 500
Tržby celkem	293 930	166 198	180 634	182 767	195 885	211 986	223 955	231 635
Náklady na prodané zboží	-229 575	-127 893	-134 755	-136 799	-147 617	-161 025	-171 061	-176 927
Hrubý zisk	64 355	38 305	45 879	45 968	48 268	50 961	52 894	54 707
Provozní náklady	-65 018	-33 894	-37 686	-38 511	-40 678	-42 927	-44 817	-46 102
EBITDA	3 617	7 412	11 588	10 922	11 243	11 824	12 033	12 695
EBIT	420	5 347	9 601	9 277	9 480	10 128	10 241	10 842
Zisk před zdaněním	-1 499	4 420	7 795	8 180	8 403	8 856	8 898	9 221
Zisk z pokračujících provozů	-2 225	2 740	5 456	5 726	5 882	6 199	6 228	6 454
Čistý zisk celkem	-32 410	1 383	3 956	4 226	4 382	4 899	5 528	6 154

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Poměrové ukazatele společnosti

[tis. ks./EUR]	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EV/SALES	0,12	0,11	0,11	0,10	0,09	0,09
EV/EBITDA	2,6	1,7	1,8	1,7	1,6	1,6
P/S	0,31	0,29	0,29	0,27	0,25	0,23
P/E	37,7	13,2	12,3	11,9	10,6	9,4

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

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 **29.11.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	7	46,7
Akumulovat	5	33,3
Držet	1	6,7
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.

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