

# AAA AUTO GROUP N. V.

## POHLED POD KAPOTU PRVNÍHO IPO 2007

Ing. Karel Potměšil  
Analytik  
potmesil@cyrrus.cz

17. 9. 2007

**Cílová cena 12M: 2,69 euro**  
**Doporučení: koupit**

|                      |               |
|----------------------|---------------|
| Datum                | 17. 9. 2007   |
| Vydaných akcií       | 50 000 000 ks |
| Akcí po IPO (odhad)* | 69 533 663 ks |

### Očekávaná akcionářská struktura po IPO\*

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| Automotive Industries | 71,9 % |
| Ostatní investoři     | 28,1 % |

Zdroj: AAA Auto

\* v případě plného úpisu a uplatnění opce na nadlimitní úpis

### Výsledky za rok 2006 (mil. EUR)

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Tržby                    | 348,4 |
| z automobilů             | 313,3 |
| jiné (fin. služby apod.) | 35,2  |
| Hrubá marže              | 63,9  |
| provozní náklady         | 49,0  |
| EBITDA                   | 14,9  |
| EBIT                     | 12,6  |
| EBT                      | 9,7   |
| Čistý zisk               | 7,1   |

Zdroj: AAA Auto

### Finanční ukazatele společnosti za rok 2006

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Hrubá marže          | 18,3 % |
| EBITDA marže         | 4,3 %  |
| EBIT marže           | 3,6 %  |
| Marže čistého zisku  | 2,0 %  |
| ROA                  | 15,1 % |
| ROE                  | 60,7 % |
| Dluh/Vlastní kapitál | 4,6    |
| Obrat aktiv          | 3,5    |

Zdroj: AAA Auto

### Cash-flow v roce 2006 (tis. EUR)

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| Provozní cash-flow       | -2 418     |
| Investiční cash-flow     | -15 402    |
| Finanční cash-flow       | 17 946     |
| <b>Celkový cash-flow</b> | <b>126</b> |

Zdroj: AAA Auto

První společností, která se v tomto roce odhodlala dojít si na burzu v Praze (kromě toho i v Budapešti) pro peníze, je prodejce ojetých automobilů AAA Auto. To je rychle rostoucí společností působící na aktuálně pěti trzích střední Evropy. Kromě ČR, kde s podnikáním zakladatel AAA Auto A. J. Denny začal, to je ještě sousední Slovensko a Polsko a dále také Maďarsko a Rumunsko. Firma má také plány na vstup na řadu dalších trhů (jiho)východně od ČR, již v příštím roce by to mohlo být Rusko, dále také Srbsko, Ukrajina, Bulharsko nebo Turecko. Zde všude se snaží a bude snažit AAA Auto zopakovat svůj úspěch z ČR a SR, kde na konkurenčních trzích prodejců ojetých automobilů firma získala nezanedbatelné tržní podíly. Zaměřením je AAA Auto především prodejcem ojetin, které v malém objemu (byť může potenciálně růst) doplňuje i novými vozy. Menší část tržeb, ovšem podstatnou část zisků, zastupují provize z finančních služeb, které firma zprostředkovává při koupi vozů. Doplněkem jsou pak služby oprav, údržby vozů nebo prodej náhradních dílů.

Společnost AAA Auto se nachází v silné růstové fázi svého života, když v uplynulých třech letech nastartovala expanzi mimo hranice ČR. Prvním krokem byl vstup na trh v SR, kde si firma během pár let vybudovala silné postavení. Následovalo Rumunsko, Polsko a Maďarsko, kde se firma aktuálně pokouší slovenský model (a český také) zopakovat. Rok 2007 je tak pro AAA Auto rokem dosud největšího rozmachu, minimálně co se počtu nově otevřených poboček týká. Těch je v současnosti již 38, proti loňským 25 a do konce roku 2008 by se jejich počet měl dále zvýšit na 57. Růstový příběh je důvodem, proč si společnost jde na burzu pro finanční prostředky.

Vzhledem k úspěšnému průniku na slovenský trh, kde firma získala od otevření prvních autobazarů v roce 2005 již 16 % podíl na trhu, lze společnosti věřit, že je schopna svou expanzi zvládat. Navíc působí na trzích ojetinám příznivě nakloněných, když střední Evropa je pro prodejce ojetých vozů velmi zajímavým regionem. Trhu svědčí rychlý hospodářský růst většiny zemí v regionu, který sebou přináší stále větší potřebu cestovat či vlastnit osobní automobil, ekonomická úroveň zemí ovšem prozatím nedovoluje (a ještě dlouho nebude) novým automobilům zaujmout na trhu s vozy takový podíl jako v západní Evropě. O to větší prostor se tak naskytá postupně mladším a zachovalejším (a tedy i dražším) ojetinám. Na tomto středoevropském trhu je společnost AAA Auto nejsilnějším hráčem, což ještě zvyšuje její atraktivitu.

V analýze společnosti hodnotíme pozitivně především atraktivitu středo a východoevropských trhů, na nichž AAA Auto působí a jejich budoucí výhled, který z těchto zemí bude v příštích letech dělat velmi atraktivní region pro autobazary. Významným faktorem je také velikost společnosti a tržní podíl, což jí dává některé výhody, jichž drobní lokální prodejci vozů nedosahují, např. možnosti nabízet služby, které menší společnosti nejsou v podobném rozsahu schopny zajistit. Ocenění společnosti jsme provedli na základě modelu DCF (jako doplněk slouží i srovnávací analýza, tu ovšem omezuje nedostatek podobných společností obchodovaných na akciových trzích), který nás spolu se zohledněním růstových možností a rizik vede k dvanáctiměsíční cílové ceně akcií společnosti ve výši **2,69 euro** a doporučení titul **koupit**. V modelu pracujeme s faktorem beta ve výši 1,23, který naznačuje vyšší citlivost akcií na tržní podíly a diskontním faktorem 12,32 %, který vychází z bezrizikové sazby 5,31 % a tržní prémie 5,70 %. Pro dosažení cílové ceny budou dle našich odhadů důležité výsledky za rok 2007, které by měly potvrdit schopnost firmy zvládat rychlou expanzi.

|                  | 2006    | 2007e   | 2008f   |
|------------------|---------|---------|---------|
| P/E              | 22,14   | 19,60   | 9,98    |
| P/BV             | 8,91    | 2,41    | 1,94    |
| EPS (EUR)        | 0,10    | 0,11    | 0,23    |
| ROA              | 15,07 % | 11,23 % | 14,79 % |
| ROE              | 60,70 % | 19,35 % | 21,52 % |
| Dluh/vl. kapitál | 4,63    | 1,19    | 1,14    |

Zdroj: AAA Auto, odhad Cyrrus

V České republice již firma působí 15 let

Před třemi lety přišla rychlá expanze na Slovensko a další trhy

S růstem skupiny dochází i k dělení podle kvality prodáváných vozů

Dennyho partáci

# 1. Profil společnosti

## 1.1. Historie a struktura firmy

Společnost AAA Auto byla založena v roce 1992, její zakladatel a doposud (do IPO) jediný vlastník Anthony James Denny v té době dovážel nové vozy z USA do České republiky. Vzhledem k omezené velikosti trhu nových vozů a většímu potenciálu pro ojeté, který ČR nabízela se Denny rozhodl své aktivity soustředit především na ojetiny. O dva roky později tedy firma v Praze otevřela autocentrum za účelem koupě a prodeje ojetých automobilů. V druhé polovině devadesátých let následovalo období rozšiřování pobočkové sítě v ČR. Mezi lety 1998 až 2001 firma otevřela v České republice 10 nových výkupních poboček. Toto období se prolinovalo s druhou vlnou, během níž vznikla v letech 2000 až 2004 nová prodejní centra v 7 velkých městech v ČR. Během stejného období také kromě rozšiřování počtu svých zastoupení společnost pracovala i na zlepšení nabízených služeb, které doplnila portfoliem pojišťovacích a asistenčních služeb či novými možnostmi financování koupě vozu. V roce 2003 také začala s prodejem nových vozů jako autorizovaný dealer automobilů Opel, v roce 2004 již prodávala i nové vozy Škoda (obě značky prodává dceřiná společnost General Automobil). Od prodeje nových vozů značek Honda, Mazda a Chevrolet bylo upuštěno díky jeho nízké ziskovosti, firma u těchto značek také neviděla potřebný růstový potenciál, u Hondy byl problém v nedostatečných dodávkách nových vozů. V průběhu vývoje společnosti byl také omezen prodej automobilů získaných protiúctem. Zde hrála roli negativní mediální kampaň, která s těmito vozy souvisela (především v letech 2001 a 2002).

V roce 2004 již byla AAA Auto Česká republika malá a firma vstoupila na slovenský trh (k otevření pobočky došlo až v roce 2005). Následovalo další období otevírání nových poboček, v roce 2005 mimo ČR a Slovenska i v rumunské Bukurešti. V loňském roce následoval vstup do Maďarska (otevření autocentra v Budapešti) a Polska (autocentrum ve Varšavě) doprovázený další expanzí na Slovensku. Tento trend trvá i v tomto roce, kdy firma přistoupila k dosud největšímu rozšíření svých aktivit, alespoň co se počtu nových poboček týká. Za 15 let tak firma počet svých autocenter rozšířila na 38, na konci roku 2007 by jich mělo být ještě o 10 více. Na v současnosti hlavních trzích měla v roce 2006 mezi autobazary společnost AAA Auro nezanedbatelný tržní podíl 23 % v ČR a 16 % v SR (prakticky jen za 3 roky od vstupu na tento trh).

Současnou strukturu skupiny lze díky předchozímu geografickému vývoji i zaměření firmy rozdělit do tří skupin souvisejícími s aktivitami AAA Auto. Základní skupinou firem, které mateřská společnost sdružuje, jsou společnosti soustředící se na prodej středně kvalitních až kvalitních ojetin na jednotlivých trzích. Doplněním aktivit, který zajišťují další společnosti je prodej nových aut (společnost General Automobil a její dcery) a v poslední řadě firmy, které prodávají v ČR, ale dle plánů firmy v brzké budoucnosti i na Slovensku (ještě v tomto roce), levné ojetiny pod značkou Auto Diskont, čímž lépe rozdělí svá prodejní zastoupení dle požadavků zákazníků a v případě potenciálně problémových nejlevnějších ojetin s nimi nebude spojena přímo svou značkou. K dalšímu rozdělení skupiny dle kvality vozů by mohlo dojít v příštím roce vytvořením nové značky, pod níž by AAA Auto prodávalo ojeté luxusní vozy. (O rozdílech mezi ojetými vozy svědčí i rozdíl mezi nejlevnějším a nejdražším vozem v nabídce firmy v loňském roce. Nejlevnějším vozem byl Trabant 601 za 180 euro, nejdražším pak Porsche Cayenne za 46 tisíc euro.)

## 1.2. Vedení firmy

Vedení společnosti se opírá především o osobu zakladatele, kterým je Anthony James Denny. S rozšiřováním aktivit společnosti ale vznikla potřeba delegovat stále větší část řídicích pravomocí na další členy vedení. To bylo např. v květnu tohoto roku posíláno o postavu Emmanuela Leonarda, který od roku 1990 působil v různých pozicích ve finančním managementu a před příchodem do společnosti AAA Auto zastával funkci finančního ředitele ve společnosti Orco, která je obchodována na burzách v Paříži, Praze, Budapešti a Varšavě (a zasloužil se právě o to, že Orco přišlo na pražskou burzu).

Do firmy přišli zkušení manažeři, např. ze společností Orco nebo Vodafone

Posledním „přírůstkem“ je bývalý šéf Škoda Auto Vratislav Kulhánek

Po IPO podíl dosud jediného akcionáře klesne až na 71,9 %

Výnos z emise akcií bude zhruba 40 milionů euro

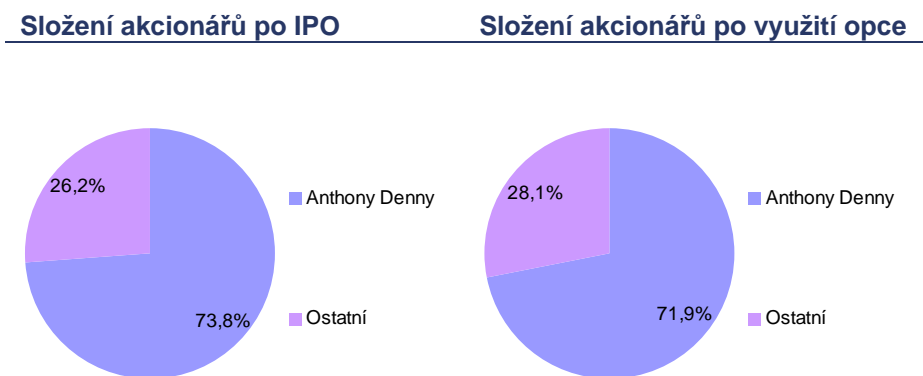
Finančním ředitelem je Leonard i ve společnosti AAA Auto. V srpnu 2007 přišel do firmy na pozici ředitele PR a sponzoringu Vladan Crha, který dříve jako ředitel PR pracoval v Českém telekomu či jako šéf komunikace v mobilním operátoru Vodafone. Vedení společnosti bylo ale posíleno i těsně před IPO. Do představenstva společnosti AAA Auto jako neexecutivní člen usedl bývalý generální ředitel a předseda dozorčí rady Škody Auto Vratislav Kulhánek, který by měl svou odbornou způsobilostí a zkušenostmi firmě pomoci při plánované expanzi do dalších zemí střední a východní Evropy. Svým jménem, které si v oboru udělal, také podpoří AAA Auto ve smyslu vyšší důvěryhodnosti firmy.

Přestože k podstatným změnám ve vedení firmy došlo těsně před IPO, chápeme je jako pozitivní kroky. Firma posilovala zvláště na pozicích, na kterých je u firem obchodovaných na burze potřeba zkušených lidí. Finančním ředitelem se stal člověk (Leonard), který má zkušenosti z vedení firmy obchodované na burze i s duálními kotací této firmy na novém akciovém trhu. Komunikaci společnosti zase nově zastává osoba (Crha) se zkušenostmi z významných a sledovaných společností, u nichž je komunikace důležitou součástí vztahů se zákazníky ale i investorskou veřejností (Český telekom). Jméno Vratislava Kulhánek, byť přichází na neexecutivní pozici, pak je určitou záštitou rostoucí prestiže společnosti AAA Auto.

### 1.3. Informace o IPO, akcii, hlavním akcionáři

Hlavním a do IPO společností vlastně i jediným akcionářem firmy je její zakladatel Anthony James Denny, který vlastní stávajících 50 000 000 kusů akcií. V rámci primární emise má být vydáno 17 757 875 akcií (mají ISIN NL0006033375). Po jejich vydání klesne podíl hlavního akcionáře na 73,8 %. V případě úspěšnosti IPO lze také čekat uplatnění tzv. over-allotment opce (opce na nadlimitní úpis), tedy vydání dalších 1 775 788 kusů akcií (pozn. opci je možno využít do 30 dnů od zveřejnění upisovací ceny). Po jejich vydání by celkový počet akcií vzrostl na 19 533 663 kusů a podíl hlavního akcionáře poklesl na 71,9 %. Tento poměr by měl díky tzv. lock-up období (dočasný zákaz prodeje) zůstat po nějakou dobu stabilní. Hlavní akcionář nebude moci svůj podíl měnit po dobu 360 dní. Akcie společnosti budou obchodovány na trzích v Praze a Budapešti. V Praze bylo rozhodnutí Kotačnického výboru o přijetí emise akcií AAA Auto k obchodování na hlavním trhu oznámeno 4. září 2007.

**Graf č. 1: Očekávané podíly akcionářů po IPO a případném uplatnění opce na nadlimitní úpis:**



Zdroj: AAA Auto prospectus

Vzhledem k objemu emise a maximální upisovací ceně (2,25 euro za akcii) hodlá společnost při IPO získat až 39,96 milionů euro hrubého výnosu (nebereme-li v úvahu uplatnění opce na nadlimitní úpis). Od této částky je potřeba odečíst náklady související se vstupem na burzu, které firma odhaduje na 2,4 milionů euro. Zbýlý výtěžek chce AAA Auto využít k rozvoji hlavní podnikatelské činnosti (částkou 24,03 milionů euro), snížení zůstatku úvěru k financování provozního kapitálu (asi 5 milionů euro) a částečnému splacení zůstatku akcionářské půjčky (8,53 milionů euro).

V oboru nelze čekat vysoké dividendy, atraktivita firmy leží v růstovém příběhu

Trhy společnosti až na výjimky prochází obdobím rychlého růstu...

... při vcelku příznivých mírách inflace...

## 1.4. Dividendová politika

Firma hodlá v budoucnu vyplácet dividendy, které budou odpovídat jejímu růstu a rozvojovým záměrům. Cílovou úrovní je výplata maximálně 20 % konsolidovaného zisku ve formě dividend. Rozhodnutí o budoucích výplatách dividend bude záviset na výsledcích firmy, její aktuální finanční situaci či požadavkům na pracovní kapitál, investice apod. Firma ovšem ani v budoucnu nebude patrně lákat investory vysokými dividendami, stanovené maximum podílu na zisku považujeme spíše za teoreticky dosažitelnou hodnotu, např. americký CarMax, asi jediná opravdu srovnatelná společnost obchodovaná na burze, dividendy nevyplácí. Atraktivita AAA Auto a jeho akcií také bude ležet patrně v růstu kurzů než v dividendách. (pozn.: letos dceřině společnosti AAA Auto a.s. a AUTOCENTRUM AAA Auto a.s. vyplatily mateřské společnosti 7,86 milionu euro na dividendách, které následně mateřská společnost vyplatila dále svému jedinému akcionáři)

## 2. Tržní prostředí

### 2.1. Makroekonomické prostředí na trzích firmy

Společnost AAA Auto působí v současné době na pěti trzích střední Evropy, s tendencí vstupovat na další východoevropské trhy s ojetinami. Snad jen s výjimkou Maďarska, které se potýká s řešením vážných problémů veřejných financí (v druhém čtvrtletí 2007 růst HDP pouhých 1,2 %), jde o dynamicky rostoucí ekonomiky, které těží z nedávného vstupu do Evropské unie (všechny v roce 2004, kromě Rumunska, jež je členem EU od ledna 2007). Hospodářský růst ve většině případů dosahuje hodnot přes 6 %, přemiantem v této skupině zemí je Slovensko, které po reformách provedených Dzurindovou vládou svůj růst akcelerovalo v druhém čtvrtletí roku 2007 na 9,4 %. Již v roce 2006 byl růst slovenské ekonomiky úctyhodných 8,3 %. Příliš nezaostává ani Rumunsko s tempem růstu HDP ve výši 7,7 % v roce 2006, což je ovšem patrně hodnota nad potenciálem země, růst by tak měl v příštích letech zpomalit mírně pod 6 %.

**Tab. č. 1: Růst HDP na trzích společnosti (v %)**

| Země     | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007e | 2008f |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| ČR       | 1,9  | 3,6  | 4,6  | 6,5  | 6,4  | 5,5   | 5,0   |
| SR       | 4,1  | 4,2  | 5,4  | 6,0  | 8,3  | 8,7   | 7,6   |
| Maďarsko | 4,3  | 4,1  | 4,9  | 4,2  | 3,9  | 2,5   | 3,1   |
| Polsko   | 1,4  | 3,8  | 5,3  | 3,5  | 5,8  | 6,7   | 5,5   |
| Rumunsko | 5,1  | 5,2  | 8,4  | 4,1  | 7,7  | 6,3   | 5,9   |

Zdroj: statistické úřady, OECD economic outlook 81, Rada EU (Rumunsko)

Přestože ekonomiky sledovaných zemí rychle rostou, tento růst doposud nebyl spojen s vážnějšími inflačními tlaky, i když lze růst inflace vzhledem k rostoucí kupní síle a tedy zvyšující se spotřebitelské poptávce očekávat. Největší inflace na trzích společnosti je v Rumunsku, tomu se ale daří s tímto jevem úspěšně bojovat, v posledních letech tak růst cen zpomalil na přijatelné hodnoty, které by dle Rady EU měly v příštích letech dále poklesnout. V roce 2007 by také měla akcelerovat inflace v Maďarsku, kde jsou hlavním faktorem aktuálního růstu cen deregulace některých cen a růst daní. Tento negativní jev se ovšem podle odhadů projeví nejvíce v tomto roce, v roce 2008 by se již situace měla postupně dostávat do normálu a inflace tedy odpovídajícím způsobem klesne.

**Tab. č. 2: Míra inflace na trzích společnosti (v %)**

| Země     | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007e | 2008f |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| ČR       | 1,8  | 0,1  | 2,8  | 1,8  | 2,5  | 2,5   | 3,4   |
| SR       | 3,3  | 8,5  | 7,5  | 2,8  | 4,4  | 2,3   | 2,1   |
| Maďarsko | 5,3  | 4,6  | 6,8  | 3,6  | 3,9  | 7,2   | 3,7   |
| Polsko   | 1,9  | 0,8  | 3,5  | 2,1  | 1,0  | 1,8   | 2,3   |
| Rumunsko | 22,5 | 15,3 | 11,9 | 9,0  | 6,6  | 4,5   | 4,3   |

Zdroj: statistické úřady, OECD economic outlook 81, Rada EU (Rumunsko)



### ... a klesající nezaměstnanosti

Pozitivním jevem, který lze pozorovat u středoevropských zemí, je postupný pokles nezaměstnanosti. Ten se odvíjí od dosahovaných temp hospodářského růstu. Nejvýraznější pokles nezaměstnanosti dosahují Polsko a Slovensko, pro které ze sledované skupiny zemí byla nezaměstnanost největším problémem. V těchto dvou zemích je i v současnosti nejvyšší nezaměstnanost z celé Evropské unie, ale vzhledem k rychlému ekonomickému růstu lze očekávat její další pokles na podstatně příznivější úrovni. Rychle klesla i nezaměstnanost v Rumunsku, z loňských 7,2 % letos v červnu na čtyři procenta, když se po stupu země do EU řada obyvatel rozhodla hledat práci v jiných zemích. Tento pokles nezaměstnanosti se spolu s dalšími jevy (rychlost růstu platů nad relativně nízkou inflací) projeví v růstu kupní síly a tedy i poptávky po automobilech v jednotlivých zemích, a to jak nových, tak i ojetých.

**Tab. č. 3: Nezaměstnanost na trzích společnosti (v %)**

| Země     | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007e | 2008f |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| ČR       | 7,3  | 7,8  | 8,3  | 7,9  | 7,1  | 6,5   | 6,1   |
| SR       | 18,7 | 17,6 | 18,2 | 16,3 | 13,4 | 11,5  | 10,3  |
| Maďarsko | 5,8  | 5,9  | 6,1  | 7,2  | 7,5  | 7,6   | 7,5   |
| Polsko   | 19,9 | 19,6 | 19,0 | 17,7 | 13,8 | 11,2  | 9,7   |
| Rumunsko | 8,4  | 7,0  | 8,1  | 7,2  | 7,3  | 4,0   | 4,0   |

Zdroj: statistické úřady, OECD economic outlook 81, odhad Cyrrus (Rumunsko)

### Ekonomická vyspělost zemí se západní Evropou je ovšem stále ještě slabá

Přestože ekonomiky středoevropských zemí rychle rostou, jejich výkonnost zdaleka nedosahuje výkonnosti Evropské unie. Nejvíce se jí přibližuje Česká republika, jejíž HDP v paritě kupní síly by v roce 2008 mohl dosáhnout 84 % evropského průměru. Toto číslo v kontextu s předchozími makroekonomickými údaji naznačuje, že ve střední Evropě poroste obecně poptávka spotřebitelů po všech službách a statcích a bude se přibližovat evropskému průměru, ovšem zůstane ještě dlouho za možnostmi západoevropanů. Pro automobilový trh to znamená větší preference kupovat ojetá vozidla (byť postupně se zlepšující co do technického stavu, stáří apod.), která budou uspokojovat poptávku v těchto zemích.

**Tab. č. 4: Ekonomická vyspělost zemí vzhledem k průměru EU25 jako HDP v paritě kupní síly (v %)**

| Země     | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006f | 2007f | 2008f |
|----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ČR       | 67,7 | 70,6 | 73,1 | 74,1 | 76,4  | 80,4  | 83,8  |
| SR       | 52,1 | 52,9 | 54,4 | 57,5 | 60,3  | 65,7  | 69,6  |
| Maďarsko | 59,0 | 60,9 | 61,3 | 62,2 | 62,9  | 64,7  | 66,3  |
| Polsko   | 46,4 | 47,1 | 48,8 | 48,9 | 50,9  | 54,3  | 57,1  |
| Rumunsko | 28,1 | 30,2 | 32,2 | 33,0 | 36,2  | 38,9  | 41,4  |

Zdroj: Eurostat

### Nejsilnější je společnost doma v ČR...

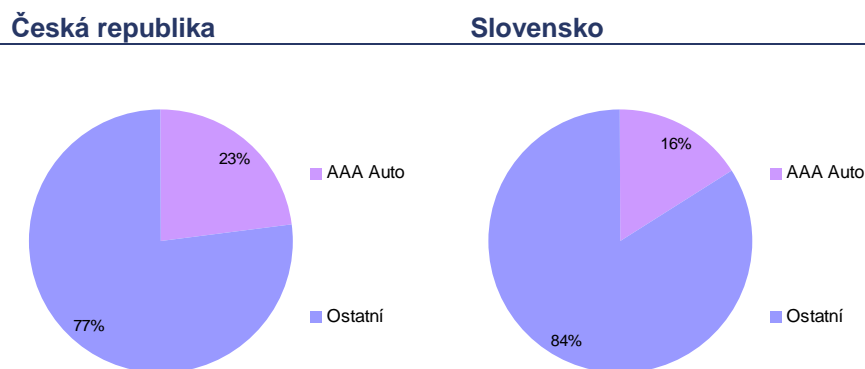
## 2.2. Aktuální a čekaná pozice firmy na jejich trzích

Společnost je především obchodníkem s ojetými vozy, i když doplňkově prodává i nová auta. Trh, na kterém se pohybuje, je tak trhem s ojetinami a to především těmi, která jsou obchodována přes autobazary (část trhu jde samozřejmě mimo bazary – soukromé prodeje vozidel). V tomto smyslu má AAA Auto silnou pozici především na domácím trhu, tedy v České republice. Zde se tržní podíl mezi autobazary pohybuje na úrovni 23 % a podle prohlášení hlavního akcionáře a zakladatele firmy má firma potenciál tento podíl ještě mírně navýšit. Cílovou úroveň, přes kterou se patrně již společnost podle vlastních odhadů (rozhovor s A. J. Dennyem pro týdeník Profit, srpen 2007) nebude moci výrazněji dostat, je tržní podíl kolem 27 – 28 %.

### ... jen pár let stačilo k velkému podílu na trhu na Slovensku

Silnou pozici si AAA Auto buduje také u našich východních sousedů. Od nedávného vstupu na slovenský trh, ke kterému došlo v roce 2004 (první tři pobočky na tomto trhu byly otevřeny v roce následujícím). Zde firma měla v roce 2006 již 16 % tržní podíl, její potenciál vzhledem k pokračující expanzi vedení vidí podstatně výše. K jeho růstu by tak mělo dojít především do poloviny roku 2009, do kdy se chce firma na slovenském trhu definitivně a pevně usadit, co se stability pozice společnosti AAA Auto na slovenském trhu týká.

**Graf č. 2: Tržní podíly firmy v ČR a na Slovensku v roce 2006 (v %):**



Zdroj: AAA Auto corporate brochure

Rozmach firma zaznamenává na maďarském trhu. Na ten vstoupila v roce 2006 červnovým otevřením autocentra v Budapešti. Zde by se AAA Auto rádo v absolutních číslech prodeje přiblížilo českým výsledkům. To ve vyjádření v tržním podílu znamená nějakých 18 % trhu v roce 2009. Problémem maďarského trhu jsou ale dodávky vozů, což může expanzi a navyšování podílu na trhu limitovat. Na druhou stranu ovšem prodejům nahrává ziskovost trhu, podle prohlášení A. J. Dennyho je v Maďarsku dosahováno nejvyššího zisku na prodaný vůz.

Na počátku s rozvojem svých aktivit je společnost také v Rumunsku. Zde bylo první zastoupení otevřeno v říjnu 2005, druhá pobočka (zatím výkupní) se přidala až v tomto roce v Brašově. K agresivní expanzi na tomto trhu má dojít v roce 2009, po tom co trh dosáhne určité úrovně (doposud se podle prohlášení společnosti podobá spíše českým podmínkám v polovině devadesátých let). Spokojená by firma byla s tržním podílem v Rumunsku na úrovni 10 – 15 % ve stejném roce.

Mezi středoevropskými zeměmi největším trhem je Polsko. To je ale zároveň trhem problémovým, kde se množí podvody, liberální zákony nahrávají dovozům havarovaných aut, velká část vozů se opravuje. Tyto faktory na místním trhu snižují ceny a omezují růstové možnosti firem působících na trhu (alespoň co se bezproblémovosti růstu týká, vzhledem k velikosti trhu zde rozhodně možnosti jsou). Nicméně plánem firmy je mít do konce roku 2009 v zemi 8 až 12 poboček.

### 2.3. Český trh s ojetinami

Prozatím největší podíl na tržbách společnosti má Česká republika. Český trh s ojetými vozy je společností (zdroj: prospekt k IPO) odhadován na 250 až 300 tisíc vozů pro rok 2006. Ze všech trhů, na nichž firma působí zde má největší podíl, loni zde prodala 43,5 tisíce aut, což bylo 70 % všech prodaných vozů za rok 2006. Podobné trendy jako v ČR lze pozorovat i v dalších středoevropských zemích, s jistými obměnami tak mohou podmínky ČR sloužit i k naznačení situace, která na trhu s vozy (novými i ojetými) panuje i v okolních zemích.

Český trh s automobily je podobně, jako je tomu v případě ostatních středoevropských zemí, charakteristický zastaralostí vozového parku ve srovnání s vyspělými evropskými státy. Průměrný věk vozového parku byl u všech silničních vozidel registrovaných v ČR k 30. 6. 2007 přes 17 let (zdroj: Sdružení automobilového průmyslu (dále jen SAP), tisková informace 14/2007). U osobních automobilů, na které se společnost soustředí, byl sice o něco nižší, konkrétně 13,88 roku, i to je ovšem dosti vysoké číslo (pozn. osobních automobilů bylo v ČR ke konci června 2007 registrováno 4 217 335 kusů). Podle Sdružení automobilového průmyslu je u osobních automobilů vhodné průměrné stáří někde mezi 8 a 10 lety. Toto stavu je ovšem dosahováno ve vyspělých státech Evropské unie a pro země střední a východní Evropy bude ještě dlouho nedosažitelnou metou. V ČR od roku 1999 totiž dochází spíše ke stagnaci, stáří vozového parku v případě osobních automobilů stagnuje kolem 13,6 let a k přibližování se požadovanému optimu (tedy k růstu podílu nových vozů mezi všemi užívanými automobily) nedochází, což naznačuje stále živý trh s ojetinami, které velké části spotřebitelů postačují a ti je tedy poptávají.

Maďarsko by mohlo být v objemech prodeje podobné ČR

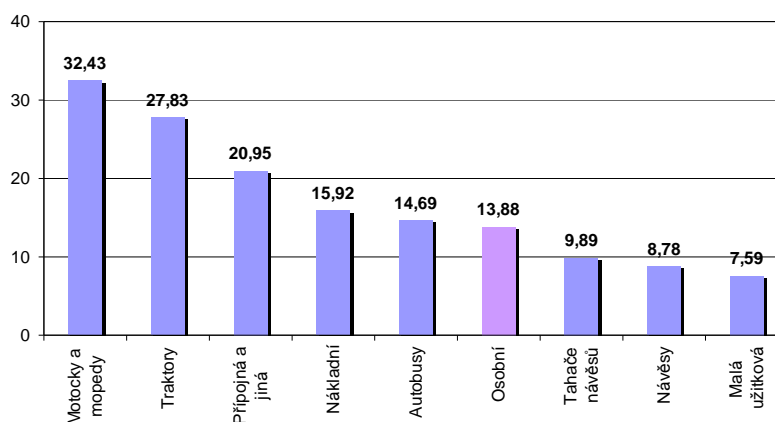
V Rumunsku se firma chystá k dravé expanzi za dva roky

Největším středoevropským trhem je Polsko

Český trh může sloužit i k nastavení podmínek v okolních zemích

Ve srovnání s vyspělými evropskými státy je český vozový park zastaralý

**Graf č. 3: Průměrný věk vozidel v ČR k 30. červnu 2007 (v letech)**

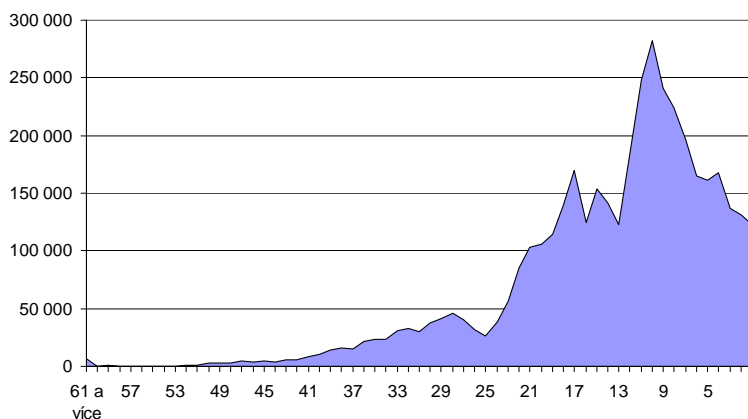


Zdroj: SAP tisková informace č. 14/2007

**Průměrné stáří vozů by mělo dlouhodobě mírně klesat**

Předpokládáme-li, že s rostoucí životní úrovní Čechů bude růst potřeba obnovit přestárý vozový park, průměrné stáří vozů tedy bude postupně, byť asi ne nějak dramaticky, klesat. To naznačují také údaje o věkové struktuře osobních automobilů v ČR. Na grafu č. 4 lze vidět, že v České republice stále jezdí nezanedbatelné množství vskutku letitých vozů. V polovině grafu, tedy mezi vozy starými 25 až 31 let lze pozorovat první z vrcholů grafu, v tomto věkovém rozmezí je u nás registrováno přes 250 tisíc vozů (oním vrcholem jsou automobily staré 28 let, kterých je 46 tisíc). V druhý již podstatně vyšší vrchol ústí vozy ve stáří 13 až 24 let (tedy roky výroby 1983 až 1994), kterých je 1,36 milionu. Nejvyšším vrcholem jsou automobily ve věku 5 až 12 let. Těch u nás bylo na konci roku 2006 1,7 milionu. S tím ostře koresponduje počet nových vozů (do 4 let), kterých je pouhých 559 tisíc.

**Graf č. 4: Složení vozového parku osobních aut v ČR dle věku (v letech)**



Zdroj: SAP tisková informace č. 9/2007

**Poptávku po ojetinách by mohli tvořit zvláště ti, kteří budou nahrazovat svá letitá auta za novější**

I s postupnou obnovou vozového parku, či právě díky ní, a s poklesem jeho průměrného stáří lze očekávat v příštích letech poměrně živý trh s ojetinami. Jen stěží si lze představit, že čtvrt milionu uživatelů vozů ve stáří 25 až 31 (z velké části vozy vyrobené ještě ve „východním bloku“, tedy kromě škodovek automobily VAZ, Trabant, Wartburg, Moskvíč apod. s lety výroby 1976 až 82) přesejde do nových automobilů. Tito lidé budou hledat spíše vozy odpovídající jejich finančním možnostem, tedy opět ojetá auta, byť již patrně „o nějakou tu generaci“ mladší (pokud je budou vůbec měnit). Více než jeden a čtvrt milionů uživatelů vozů o stáří 13 až 24 let asi také nevezme frontálním útokem autosalony prodejců nových aut, stejně jako početná část z poslední skupiny (nejvíce vozů v ČR je 10 let starých – nejvyšší vrchol grafu č. 4). U řady z těchto lidí lze sice čekat příjmy schopné pokrýt koupi nového automobilu, nezanedbatelná část ale bude mít stále tendenci k častější obměně svých stávajících vozů formou zánovních ojetin, které jim poskytnou dostatečné zlepšení proti jejich stávající situaci, ovšem za příhodnější cenu.

**Obnova vozového parku také není v ČR dostatečná**

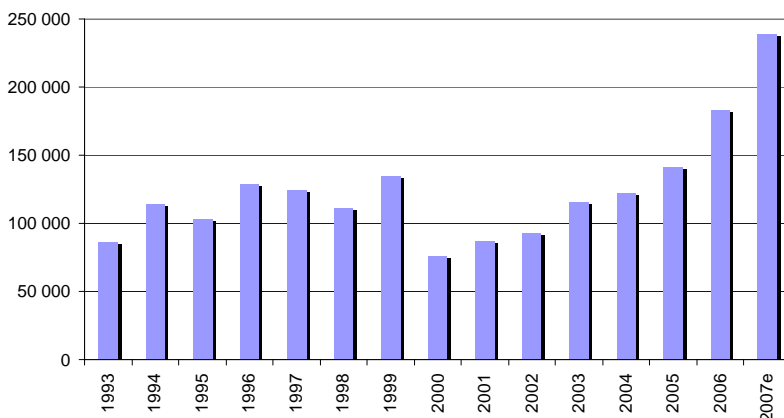
**Trh s ojetinami ovlivňuje také postoj státu a legislativa**

Poptávku po ojetých vozech tak lze čekat především od současných majitelů automobilů, které na grafu č. 4 vytvářejí dva nejvyšší vrcholy (nebereme-li v potaz lidi, kteří doposud auto nemají a budou si jej poprvé kupovat – ti vytváří další část poptávky na trhu s novými vozy i ojetinami).

Trvale nedostatečná (z pohledu prodejců nových vozidel) je také obnova vozového parku. V zemích EU 15 je za optimum považována obnova 8 % vozidel a to novými automobily. V ČR je tato hodnota odhadována pro rok 2007 na 3,3 %. I toto číslo ukazuje spíše na budoucí aktivitu na trhu s ojetými vozy, neboť v části trhu s novými automobily je tato aktivita ve srovnání s vyspělými zeměmi zjevně nedostatečná a opět nelze v dohledné době čekat skokové dosažení západoevropské úrovně, spíše velmi pozvolné přibližování, které bude podporováno a taženo poptávkou po relativně mladých (do 5 let) ojetinách.

Výrazným způsobem trh s ojetinami ovlivňují zákony, které regulují dovoz ojetých vozů ze zahraničí. Od 1. července 2006 platí novela zákona o silniční dopravě, která upravuje podmínky provozu vozidel na pozemních komunikacích (ČR reagovala podobně jako další „nové“ členské země EU na tlak Evropské komise umožnit volný pohyb zboží, kterým jsou podle evropských byrokratů bezpochyby i ojeté vozy). Od této doby tak mohla být neomezeně dovážena vozidla s osvědčením o homologaci typu ES nebo schválení technické způsobilosti vozu vydané jiným členským státem EU. Padl také věkový limit, který stanovil maximální věk osobních vozidel a motocyklů na osm let. Růst počtu dovážených automobilů z předchozích let tak pokračoval i v roce 2006 a zjevně se nezastaví ani v roce 2007, pro který Sdružení automobilového průmyslu odhaduje počet dovezených ojetin na 239 tisíc. Růst počtu dovážených ojetých automobilů tak bude i dále podporovat trh s těmito ojetinami. (pozn. společnost AAA Auto dle své výroční zprávy za rok 2006 dováží převážnou vozy mladší 8 let a splňující normu Euro 3 a vyšší)

**Graf č. 5: Dovoz ojetých vozidel do ČR v letech 1993 až 2007e**



Zdroj: SAP tisková informace č. 11/2007

## 2.4. Některá specifika dalších trhů společnosti (stávajících i budoucích)

**Polsko po stupu do EU zaplavily ojeté vozy**

Do Polska, stejně jako např. do České republiky, začala být výrazně více než v minulosti dovážena ojetá auta po vstupu země do Evropské unie v roce 2004. Vstup země do EU byl spojen s odstraněním požadavku na čistotu zplodin Euro 2 u nově registrovaných vozidel. To se projevilo propadem trhu s novými vozy a masivním růstem dovozu ojetin (rolí hrály také změny zákona o DPH – jiný princip uplatňování odpočtu při koupi vozu ekonomickými subjekty). Prodej nových vozidel v roce 2004 klesl o 10 % (na 318 tisíc), v roce 2005 již byl propad proti předchozímu roku 27 % (236 tisíc nových prodaných vozů). V roce 2006 došlo ke stabilizaci trhu s novými vozy, který rostl mezitím o 1 % (zdroj: Czechtrade). Trh s ojetými vozy ovšem zaznamenal bezprecedentní nárůst, který lze vidět na růstu dovozů ojetin do Polska. Do země došlo po vstupu do EU k dvacetinásobnému růstu dovozů ojetých automobilů. V následujících letech bylo do Polska dovezeno 2 720 tisíc ojetin (za období 1. 5. 2004 až 31. 3. 2007, jen v roce 2006 to bylo 817 tisíc vozů, o 6,2 % méně než v roce předchozím – narůstá tendence vozit novější a tedy zajímavější



Nejvyspělejším středoevropským trhem s ojetinami je Maďarsko

Rusko je zemí neomezených možností, prostor si zde najdou i prodejci ojetých vozů

Největší díl tržeb přichází z ojetých vozů, postupně mohou růst i prodeje nových automobilů

ojetiny). Velikostí je tak polský trh s ojetinami bezpochyby zajímavý, podle A. J. Dennyho jde ovšem zároveň o trh problémový. Zákony umožňující dovoz ojetin jsou až příliš liberální, což umožňuje dovážet velké množství havarovaných automobilů, trh se také potýká s řadou podvodů. Kutilské a obchodnické založení Poláků se dále promítá i do značného počtu prodejů opravených vozidel, což vytváří další tlaky na cenovou úroveň nových i ojetých vozů na trhu.

Maďarský trh s ojetinami je podle firmy asi nejvyspělejším, který lze ve střední Evropě nalézt. Politika Maďarů po vstupu do EU byla odlišná než v zmíněném Polsku. Země odolala tlaku Evropské komise a ponechala dovozní poplatky na ojetiny. Ty jsou navíc odstupňovány progresivně tak, aby zabránily dovozu starých vozů ve špatném technickém stavu, které neodpovídají ekologickým požadavkům. Počet podobných vozů, která jsou dovážena do jiných zemí v regionu, tak je v Maďarsku podstatně menší. Oproti některým dalším zemím (Polsko, ČR) je v Maďarsku (ale i na Slovensku a v Rumunsku) také podstatně lepší systém ochrany proti podvodům. Limitem trhu je díky přísnější regulaci ve srovnání s okolními státy nedostatek kvalitnějších ojetin.

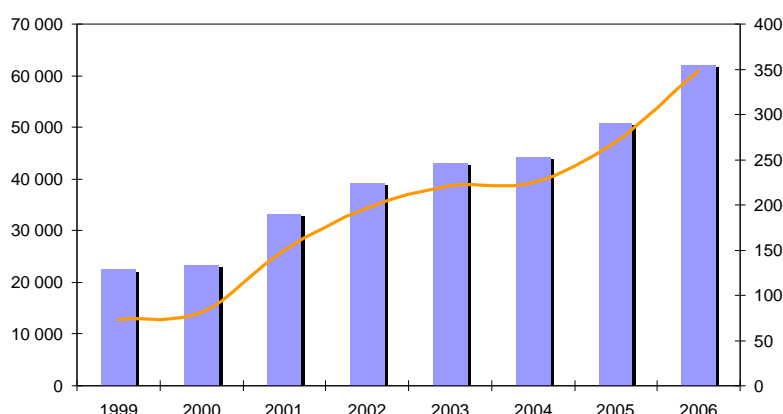
V Rumunsku je jedním z problémů trhu daň z registrace aut, která má podpořit dovozy nových aut a prodeje jen v rámci domácího trhu.

Společnost hodlá také již v roce 2008 expandovat do Ruska (kromě dalších plánů), byť doposud nemá zcela jasno v jaké formě (buď společný podnik s některou z místních firem nebo sama, pokud jednání s Rusy nevyjdou). Tento trh skýtá stejně jako v řadě dalších oborů obrovský potenciál (do roku 2010 by se Rusko mohlo stát druhým největším trhem s automobily v Evropě). V Rusku se díky ekonomickému rozvoji země začínat konečně kromě zbohatlíků a chudiny objevovat také sílící střední vrstva obyvatel, která vzhledem k nižší kupní síle ve srovnání se západem (ale stále i ve srovnání se střední Evropou) bude poptávat velké množství ojetých vozů, jimiž bude obnovovat zastaralý autopark vyrobený často ještě v dobách SSSR. Problémem trhu doposud je 25 % daň, kterou musí zaplatit kupující ojetiny z původní ceny vozu, zvláště u novějších ojetin, kde je původní cena relativně vysoká. Levněji tak často vychází koupě vozu nového. Tato daň má být ale od příštího roku zrušena, což může způsobit podobný nárůst trhu s ojetinami, jaký v nedávné době zaznamenaly středoevropské země (byť z jiného důvodu). Ten bude podpořen podobně rychlým ekonomickým růstem, jenž by podle ruského ministerstva financí neměl minimálně do roku 2010 klesnout pod 6 % ročně.

### 3. Tržby společnosti

Společnost AAA Auto většinu svých tržeb generuje z prodeje vozidel (a zde opět převážně z vozidel ojetých, nová tvoří nepodstatnou část tržeb, i když jejich podíl může v budoucnosti vzrůst např. díky prodejem čínských vozů – až se dostanou na kvalitativní úroveň, kdy je bude mít smysl prodávat). Ty se na celkových tržbách firmy v minulých třech letech pohybovaly v rozmezí 88 – 90 % s tím, že jejich podíl pomalu narůstal.

Graf č. 6: Prodeje vozidel (levá osa, kusy) a tržby (pravá osa, miliony eur) AAA Auto v letech 1999 až 2006



Zdroj: AAA Auto corporate brochure

### Významnou část zaujímají i provize z finančních služeb

### ČR je pro firmu doposud nejdůležitějším trhem

### Pololetí 2007 ukazuje na rychlý růst zahraničí

Druhou nejvýznamnější částí příjmů jsou provize z finančních služeb, tedy příjmy z leasingu či pojištění, které tvoří necelou desetinu tržeb. Jejich podíl na celkových tržbách naopak zaznamenává pokles. Mezi roky 2005 a 2006 výnosy tohoto typu vzrostly o 21,6 %, čímž zaostaly za celkovým vývojem tržeb. Tento jev je způsoben expanzivní politikou (na nových trzích nemá firma takovou pozici ve vztahu k finančním institucím, ani velikost, která umožňuje dosahovat lepších podmínek) a „zaostalejšími“ trhy, na které firma proniká (jako je Rumunsko, kde rozvoj finančních služeb prozatím nedosáhl úrovně ČR či SR). Zbytek tržeb dotvářejí výnosy ze služeb, jako jsou opravy vozů, údržba nebo z prodej náhradních dílů. Jejich podíl, zvláště ve druhém případě je doposud zanedbatelný.

Nejvýraznější podíl na tržbách firmy má doposud Česká republika, kde firma v posledních letech prodává kolem 42 až 44 tisíc automobilů. Vzhledem k vysokému podílu na trhu, který již podle firmy nelze výrazněji přesáhnout, zde v posledních letech spíše stagnovaly, nebo jen mírně rostly, což je vidět na grafu č. 6. Od roku 2004 ovšem počíná expanze společnosti na zahraniční trhy, která v roce 2005 začala otevření nových poboček na Slovensku a v Rumunsku. Slovensko se na prodeji vozů v roce 2005 podepsalo 7 tisíci kusy (Rumunsko necelou tisícovkou) a dalo tak impuls k novému růstu firmy. Ten byl v roce 2006 podpořen otevřením poboček v Polsku a Maďarsku. Země sice v tomto roce tržby příliš neovlivnily (v Polsku firma prodala necelé tři stovky vozů, v Maďarsku asi patnáct set), výrazněji než v předchozím roce se ale o slovo hlásilo Slovensko (13,5 tisíce prodaných vozů) a Rumunsko (s 3 tisíci prodanými vozy). Maďarsko by se mělo v příštích letech stát základnou pro další expanzi do zemí jako je Srbsko, Bulharsko či Ukrajina.

Také pololetní výsledky za rok 2007 naznačují, že expanzivní politika firmy slaví úspěchy. V prvním pololetí tohoto roku vzrostly prodeje firmy o 33 % na 38 617 automobilů (za celý loňský rok 61 939 vozů). Opět se ukazuje přínos zahraniční expanze. Slovensko přispělo k prodeji 8,5 tisíci vozy, Maďarsko 3 tisíci, Polsko necelými 2 tisícovkami (obě země tak již v pololetí překonaly loňské celoroční prodeje – což je pochopitelně dáno načasováním otevření nových poboček na konci roku 2006) a Rumunsko třinácti sty kusy prodaných aut. Za růstem stojí především otevření nových poboček. Díky tomu vzrostly i prodeje na českém trhu (3 nové pobočky na počátku roku 2007), díky novým zastoupením otevřeným na konci roku 2006 se výrazně zvýšily prodeje na Slovensku. Porovnávat lze ještě rumunské prodeje. Zde došlo k mírnému poklesu, když společnost stěhovala svou pobočku v Bukurešti a došlo tedy k určitému výpadku v prodeji. Tržby firmy rostly ještě výrazněji, o 39,76 % na 224 392 tisíc euro za první pololetí roku 2007. Výnosy z prodeje aut meziročně narostly o 40,6 %, výnosy z provizí z finančních služeb dokonce o 41,73 %. To naznačuje schopnost prodávat dražší auta, navíc podpořenou finančními službami, které jsou zanedbatelným zdrojem zisků. Vzhledem k počtu nových poboček, které firma otevřela a otevře do konce roku, lze i od celoročních výsledků čekat výrazný nárůst výkonnosti.

**Tab. č. 5: Počty prodaných vozů v 1. pololetí roku 2006 a 2007 (v kusech)**

| Země          | 1. pololetí 2006 | 1. pololetí 2007 | Meziroční změna |
|---------------|------------------|------------------|-----------------|
| ČR            | 21 980           | 23 764           | 8,1 %           |
| SR            | 5 612            | 8 551            | 52,4 %          |
| Maďarsko      | 0                | 3 033            | n.a.            |
| Polsko        | 0                | 1 986            | n.a.            |
| Rumunsko      | 1 338            | 1 283            | -4,1 %          |
| <b>Celkem</b> | <b>28 930</b>    | <b>38 617</b>    | <b>33,5 %</b>   |

Zdroj: AAA Auto prospectus

### Skladba prodáváných vozů podle počtu km, stáří či ceny není bez zajímavosti

Při hodnocení tržeb z prodaných vozidel jako celku má ještě smysl podívat se na složení prodáváných automobilů (byť vypovídací schopnost mají prozatím jen trhy ČR a SR, ostatní země prozatím vytvářejí jen malou část prodeje, ve statistikách se tak může vyskytovat větší chyba, která by mohla vést k chybnému odhadu trendu). Co je všem trhům společné, je cenové rozmezí v němž se prodává nejvíce automobilů, tedy pásmo 1 501 až 10 000 euro. To je sice dosti široké a možná by stálo za to jej ještě rozdělit, ukazuje však, že na trzích není až takový zájem o ta nejlevnější auta a zákazníci mají tendenci kupovat spíše dražší vozy (průměrná prodaného vozu v roce 2006 byla 5 085 euro). Rozdělení prodeje dle stáří vozů zase naznačuje tendenci kupovat vozy staré kolem 5 let (rozmezí 4 – 8 roků) a podle počtu najetých km automobily, které mají najeto 70 až 150 tisíc km (i tento interval by stál za zpřesnění – rozdělení). V příštích letech bude dle našich předpokladů možno sledovat postupně

změny ve statistikách, tedy růst podílů u dražších a mladších vozů s menším počtem (50 tisíc) najetých kilometrů.

**Tab č. 6: Složení prodaných aut v roce 2006 na trzích firmy (v %)**

|                          | ČR   | SR   | HU   | PL   | RO   |
|--------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Cena vozu</b>         |      |      |      |      |      |
| 0 – 1 500 euro           | 7,7  | 3,5  | 3,3  | 1,0  | 0,1  |
| 1 501 – 10 000 euro      | 84,7 | 91,3 | 88,4 | 81,0 | 68,1 |
| 10 001 a více euro       | 7,6  | 5,2  | 8,3  | 18,0 | 31,8 |
| <b>Stáří vozu</b>        |      |      |      |      |      |
| 0 – 3 roky               | 18,1 | 11,7 | 16,1 | 17,7 | 33,8 |
| 4 – 8 let                | 50,9 | 56,6 | 60,2 | 57,1 | 61,8 |
| 9 a více let             | 31,0 | 31,7 | 23,7 | 25,3 | 4,4  |
| <b>Počet najetých km</b> |      |      |      |      |      |
| 0 – 20 000 km            | 8,3  | 3,2  | 6,8  | 7,3  | 14,4 |
| 20 001 – 70 000 km       | 18,6 | 19,7 | 36,3 | 24,9 | 35,5 |
| 70 000 – 150 000 km      | 56,4 | 56,5 | 45,4 | 49,5 | 44,3 |
| 150 001 a více km        | 16,7 | 20,6 | 11,5 | 18,3 | 5,8  |

Zdroj: AAA Auto prospectus

### 3.1. Prodeje vozů

#### Česká republika

Tržby firma doposud generuje na pěti trzích. Jejím domovským trhem, kde začala s prodejem ojetých vozů již v roce 1994, je Česká republika. Ta prozatím představuje největší část prodeje vozů a tedy i tržeb (70 % prodeje v roce 2006), její podíl ovšem vzhledem k zahraniční expanzi firmy bude výrazně klesat, což ukazují již pololetní výsledky za rok 2007 (ČR představovala v tomto období jen 61,5 % prodaných vozů). V České republice sice firma také otevírá nová zastoupení, dynamika růstu ovšem ve srovnání s trhy, na které nově vstupuje bude menší. Nové pobočky v roce 2007 vznikly v Chomutově, Táboře, Hradci Králové (autocentra – prodej), Mostě a Kolíně (výkupní pobočky). Počítá se ještě s otevřením poboček v Liberci, Kladně a Praze 6 do konce tohoto roku. Nižší progres i přesto, že firma otevírá v ČR relativně hodně poboček, lze ve srovnání s dalšími trhy čekat díky politice tzv. „baby poboček“. Ty vznikají v menších městech (50 - 100 tisíc obyvatel, ta větší již firma obsadila) a nabízejí méně vozů (služby co do rozsahu jsou stejné, počet vozů „na skladě“ je jediným omezením). V „babybazaru“ (např. Kolín, Chomutov, Teplice) tak lze nalézt v průměru 100 vozů, přičemž standardem firmy je 400 vozů v zastoupení. Otevírání „baby-center“ může pomoci firmě dosáhnout jejího cíle, kterým je 27 – 28 % podílu na trhu (což je asi dosažitelné maximum), vzhledem k současné vysoké základně pro srovnání už ale od ČR nelze čekat zásadní navyšování prodeje vozů. Ke zvyšování tržeb na tomto trhu se tedy dle našich odhadů firma v relativně krátkém horizontu vydá spíše zvyšováním průměrné ceny prodaného vozu, v čemž ji podpoří nákupní apetit obyvatel země.

Proti loňsku tak lze i od celoročních výsledků očekávat růst prodeje, který bude pokračovat i v roce 2008, jak budou postupně nabíhat prodeje v pobočkách otevřených ke konci roku 2007. Cílem firmy je ke stávajícím 21 pobočkám (16 prodejních a 5 výkupních) otevřít dalších 6 do konce příštího roku, 3 „babybazaru“ budou otevřeny ještě letos, další tři pobočky vzniknou za rok. Díky tomu očekáváme pro rok 2007 růst počtu vozů prodaných v ČR o 8,3 % na 47 060 vozů a v roce 2008 o dalších 5,4 % na 49 592 automobilů. V následujících letech se dle našeho odhadu společnost přiblíží svému maximu, pokud jde o tržní podíl (ten by se v roce 2010 mohl přiblížit 27 %) a její prodeje na Českém trhu budou spíše stagnovat. Za maximum na tomto trhu považujeme pro firmu prodej kolem 53 tisíc vozidel ročně. K mírnému zvyšování tržeb na českém trhu přispěje spíše větší sklon zákazníků kupovat novější a dražší ojetiny, při obnově zastaralého vozového parku v ČR.

Podíl ČR na loňských prodejkách byl 70 % letos výrazně klesne ...

... i když prodeje vykáží růst

### Slovensko rychle zaujalo významné postavení, které letos potvrdí

#### Slovensko

Na Slovensku si společnost během poměrně krátké působnosti dokázala vydobýt velmi slušnou pozici na trhu (16 % v roce 2006, prakticky po třech letech od vstupu na tento trh). Nyní má společnost na Slovensku 8 poboček, 6 prodejních a 2 výkupní. Od počátku roku byla otevřena 3 zastoupení (Nitra, Lučenec a Trenčín), do konce roku má vzniknout ještě další pobočka v Popradu a 2 zastoupení fungující pod značkou Auto Diskont (Bratislava a Košice). Z 5 bazarů, které mělo AAA Auto na Slovensku ke konci roku 2006, jejich počet do konce tohoto roku vyskočí na 11. Vzhledem k silné expanzi, ke které právě v tuto dobu na Slovensku dochází, očekáváme, že nejdynamičtějším vývojem projdou prodeje vozů na tomto trhu v letech 2007 a 2008 (dále bude pochopitelně záležet na případném otevření dalších zastoupení na tomto trhu). V roce 2007 by dle našich odhadů mohl počet prodaných vozů na slovenském trhu stoupnout o 44,2 % na 19 637 vozů, o rok později čekáme již prodeje 25 084 vozů, tedy meziroční nárůst o 27,7 %. Následně čekáme zpomalování růstu, maximálním objemem prodeje na slovenském trhu je dle našich odhadů 32 – 33 tisíc vozů. To by firmě dalo o něco větší podíl na trhu, než má v ČR, odhadujeme jej v roce 2013 na 31 %.

### Rumunsko by se mělo naplno rozjet v roce 2009

#### Rumunsko

Třetím trhem, na který společnost vstoupila, je Rumunsko. Zde bylo zastoupení v Bukurešti otevřeno již v roce 2005, letos se k němu přidala prozatím výkupní pobočka v Brašově. Ta se v brzké době změní na autocentrum i s prodejem vozů, do konce roku také bude otevřeno zastoupení ve městě Timisoara. Počet poboček tak ke konci tohoto roku stoupne na tři. Vzhledem k tomu, že Timisoara nebude výsledky příliš ovlivňovat (bude otevřena jen malou část roku), Brašov je prozatím jen výkupnou a v Bukurešti došlo k přesunu pobočky, což se projevilo mírným pololetním poklesem prodeje, očekáváme v Rumunsku v tomto roce podobný výsledek jako loni. Firma by tam tedy dle našich odhadů mohla prodat 3 686 vozů. Největší nástup prodeje čekáme v roce 2009, kdy firma plánuje provést na rumunském trhu masivní expanzi. V té době bude Rumunsko již pár let členem EU, do které vstoupilo k 1. 1. 2007, což by se mělo definitivně projevit v kultivaci právního systému, dojde proti současnému stavu opět k určitému růstu životní úrovně a trh s ojetinami jako celek se přiblíží ostatním středoevropským zemím i co se možností využití finančních služeb při nákupu ojetin týká. V případě úspěšné realizace strategie masivního průniku na rumunském trhu v roce 2009 očekáváme, že by prodeje v tomto roce mohly překročit 36 tisíc vozů, následně dojde ke zpomalení, v roce 2013 tak čekáme prodej na rumunském trhu cca 62 tisíc automobilů, v této době tempo růstu prodeje poklesne k 4,5 %.

### Maďarsko by se objemy prodeje mohlo přiblížit postupně ČR

#### Maďarsko

Maďarsko je potenciálně opět velice zajímavým trhem, který je ve střední Evropě poněkud specifický. Maďaři odolali tlaku EU a stále brání určitým způsobem dovozu velmi levných a starých ojetin ze západní Evropy (progresivně odstupňované dovozní poplatky). Trh s ojetými vozy tak je vcelku kultivovaný, což navíc podporuje dobrá ochrana proti podvodům. Problémem trhu ovšem je nedostatek kvalitních ojetých vozů, což je negativum, které s sebou ochrana maďarského trhu přinesla. V Maďarsku má AAA Auto v této chvíli pět poboček, 3 autocentra a 2 výkupny. Od začátku roku 2007 byly otevřeny pobočky v městech Pécs a Budaors. Další dvě pobočky mají vzniknout do konce roku, konkrétně v Debrecínu a Székesféhérváru. Do konce roku by také dvě výkupny měly být přeměněny na autocentra, tedy pobočky s prodejem vozů. Společnost deklarovala zájem mít v tomto roce na maďarském trhu podíl 5 %, v roce 2008 podíl 7,5 až 10 % a v roce 2009 by její podíl mohl dosáhnout až 18 %, což by z hlediska objemu prodeje Maďarsko zařadilo po bok ČR (v příštím roce chce mít AAA Auto v Maďarsku 12 – 15 poboček). Vzhledem k problémům s dostatkem ojetin na trhu očekáváme, že podíl společnosti v Maďarsku poroste poněkud pomaleji. Země se prozatím také potýká s řešením krize veřejných rozpočtů, což se promítá do celkové ekonomické situace obyvatel. Ne že by tento fakt omezoval trh s ojetými vozy, ten při poklesu ekonomické výkonnosti bude fungovat spíše lépe než trh s novými auty, slabý růst ale může vést k preferenci levnějších ojetin, či delšímu užívání nových vozů, kterými pak je krátkodobě o něco pomaleji zásobován trh s ojetými automobily. Očekáváme tedy, že by se podíl společnosti na trhu mohl během sledovaného období přiblížit 17 % a v po roce 2010 by se prodeje mohly stabilizovat mírně pod 50 tisíci vozy ročně. Pro rok 2013 očekáváme, že by firma mohla prodat 49,6 tisíce vozů.



**Polsko je největším trhem v regionu, má ale svá rizika**

**Kromě stávajících trhů má AAA Auto zájem o vstup na řadu dalších**

**Do příštích let čekáme postupný růst průměrné ceny prodaných vozů**

## Polsko

Největším trhem ve střední Evropě je vzhledem k populaci Polsko. Tamní trh AAA Auto odhaduje na cca 750 až 800 tisíc ojetin ročně. Trh byl ovšem po vstupu země do EU skokově zaplaven dovozy velmi starých automobilů ve špatném stavu, především ze sousedního Německa. Také ochrana proti podvodům zde např. ve srovnání s Maďarskem není úplně nejlepší. Na trhu prozatím AAA Auto působí se dvěma autocentry, do konce roku má být otevřena ještě třetí pobočka ve městě Dabrowa Gornica. Růst firmy bude následovat i v příštích letech, na konci roku 2009 by měla mít firma v Polsku 8 poboček. Pro rok 2007 a následující očekáváme rychlý růst prodeje (což je dáno také vstupem na trh v roce 2006 a tedy minimální srovnávací základnou). Pokud se firmě bude dařit na tomto velkém, byť komplikovaném trhu, naplňovat svou strategii, domníváme se, že by se prodeje v roce 2013 mohly přiblížit k 45 tisícům vozů ročně, což by dle našich odhadů představovalo tržní podíl lehce nad 4,5 %.

## Další trhy

Kromě stávajících zemí hodlá společnost AAA Auto v dohledné době působit i v dalších zemích. Své plány v těchto státech ovšem nenastínila dostatečně podrobně, proto velmi zjednodušeně předpokládáme, že ostatní země začnou generovat tržby v roce 2009 z prodeje 5 tisíc automobilů a o stejný počet porostou prodeje vozů i v dalších letech. Tento odhad považujeme za poměrně pesimistický, neboť rozvojové plány firmy jsou podstatně ambicióznější. Velkou příležitostí by pro firmu mělo být např. Rusko, kam plánuje vstoupit buď s některou z místních firem (firma jedná s několika místními velkými autocentry o společném podniku, který by usnadnil vstup na tento trh) nebo i sama. V každém případě by mělo jít o poměrně zásadní nástup na trh, kde by v první fázi mělo vzniknout autocentrum v Moskvě s rozlohou 40 tisíc metrů čtverečních. V plánu je i vstup na další trhy jako je Ukrajina, Srbsko, Bulharsko nebo Turecko, kde firma hodlá napodobit své úspěchy z ČR a SR a tržů, ne nichž aktuálně rozvíjí své aktivity. Úspěch na každém z potenciálních trhů by mohl výsledky hospodaření firmy sám o sobě posunout nezanedbatelným způsobem směrem nahoru, dokud ovšem nebudou nastíněny podrobnější plány, domníváme se, že je na místě střídavější odhad expanze firmy.

**Tab. č. 7: Odhad počtu prodaných vozů v letech 2007e až 2013f (v ks)**

|               | 2007e         | 2008f          | 2009f          | 2010f          | 2011f          | 2012f          | 2013f          |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ČR            | 47 060        | 49 592         | 50 746         | 51 648         | 52 408         | 52 857         | 53 168         |
| SR            | 19 637        | 25 084         | 29 860         | 30 963         | 31 789         | 32 477         | 33 015         |
| RO            | 3 686         | 7 347          | 36 158         | 45 903         | 53 345         | 59 258         | 61 902         |
| HU            | 8 314         | 21 140         | 35 591         | 44 318         | 48 707         | 49 419         | 49 561         |
| PL            | 5 778         | 13 648         | 22 327         | 32 315         | 39 607         | 43 586         | 45 110         |
| Další trhy    | 0             | 0              | 5 000          | 10 000         | 15 000         | 20 000         | 25 000         |
| <b>Celkem</b> | <b>84 475</b> | <b>116 811</b> | <b>179 682</b> | <b>215 147</b> | <b>240 857</b> | <b>257 597</b> | <b>267 755</b> |

Zdroj: odhad Cyrus

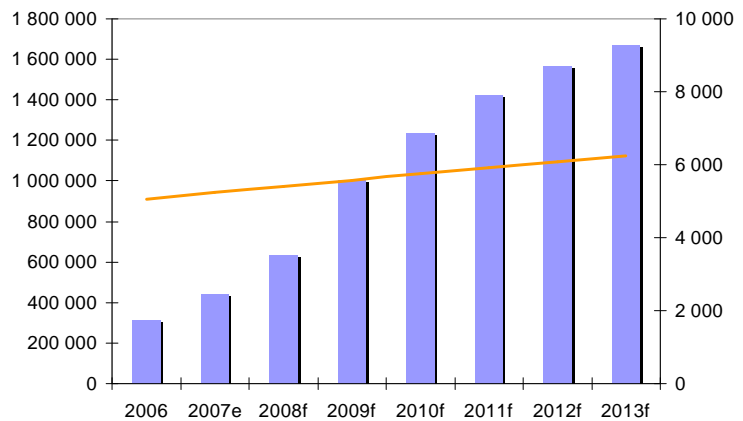
## 3.2. Tržby za vozy

Očekáváme, že průměrná cena prodaného vozu v příštích letech poroste o něco rychleji než inflace v zemích, v nichž společnost AAA Auto působí. Průměrná cena, která v loňském roce činila 5 058 euro za prodaný vůz tak bude postupně stoupat. Tento růst bude podporovat tendence k nákupům novějších ojetin s menším počtem najetých kilometrů, půjde tedy postupně o dražší vozy (tento vývoj očekáváme nejdříve hlavně na vyspělejších trzích jako je ČR, SR popř. Maďarsko). V prvním pololetí roku 2007 společnost prodala 38 617 vozů, za něž utržila 203 522 tisíce euro. To naznačuje průměrnou cenu prodaného vozu 5 270 euro, tedy o 4,2 % více, než byl průměr v roce 2006 (prodáno 61 939 vozů, za které AAA Auto utržilo 313 297 tisíc euro). Domníváme se (možná poněkud pesimisticky), že za celý rok bude průměrná cena o něco nižší (očekáváme 5 233 euro), do dalších let pak očekáváme další navyšování průměrné ceny, které může brzdit paradoxně právě expanze firmy. Postupné rozšiřování aktivit do zemí východní Evropy bude očekávaný růst průměrné ceny prodaného vozu tlumit, neboť v těchto zemích bude po delší dobu přetrvávat preference kupovat přeci jen levnější vozy díky nižší ekonomické výkonnosti těchto států (viz např. tabulka č. 4, naznačující ekonomickou vyspělost zemí ve vztahu k průměru EU). Na konci sledovaného období v roce 2013 očekáváme průměrnou



cenu vozu, které bude AAA Auto prodávat, na úrovni 6 245 tisíc euro. Tržby za prodané vozy by se tak dle našich odhadů mohly zvýšit až na 1 669 011 tisíc euro.

**Graf č. 7: Tržby společnosti (levá osa, v tisících euro) a průměrná cena vozu (pravá osa, v euro) a v letech 2006 až 2013f**



Zdroj: AAA Auto prospectus, odhad Cyrrus

Náhradní díly představují zanedbatelnou část tržeb ...

... opravy a další služby jsou na tom o něco lépe ...

... ale po prodeji vozů jsou nejdůležitější provize z finančních služeb

### 3.3. Další druhy výnosů

Kromě tržeb z prodeje automobilů, firma generuje také další příjmy, byť ty tvoří jen malou část jejich výnosů. Doplnkovou aktivitou je prodej náhradních dílů zákazníkům. Tento druh příjmů není nijak významný, na celkových tržbách se v letech 2004 a 2006 podílel 0,1 až 0,15 % a neočekáváme, že by i v budoucnu představoval o moc významnější položku. Předpokládáme, že tržby tohoto typu porostou v nejbližších letech o něco málo rychleji než tržby z prodeje vozů a postupně s nimi svůj vývoj sladí, podíl tržeb z náhradních dílů na celkových tržbách tak bude stoupat, ovšem nepřekročí 0,22 % celkových výnosů společnosti. To nás vede k odhadu tržeb z náhradních dílů ve výši 4 milionů euro pro rok 2013.

Dalším, o něco více významnějším zdrojem dodatečných výnosů, jsou příjmy ze služeb, jako je oprava vozů či jejich údržba (pro zákazníky, kteří si u společnosti zakoupili vůz). Tyto příjmy v roce 2006 generovaly asi 1,8 % a v posledních letech svůj podíl na celkových tržbách zvyšují. Očekáváme, že tomu tak bude i v budoucnu, když se firma bude snažit na vysoce konkurenčním trhu nabídnout zákazníkům nadstandardní služby mimo jiné formou oprav nebo údržby koupených automobilů. Očekáváme tedy, že by podíl tohoto typu výnosů na celkových tržbách mohl na konci sledovaného období dosáhnout necelých 2 %, což by dle našich odhadů bylo cca 36,3 milionů euro.

Posledním druhem výnosů jsou provize od společností poskytujících služby financování koupě vozů, ať již úvěrem nebo např. formou leasingu, zpětného leasingu, či pojištění vozidel, pojištění proti neschopnosti splácet a další. Tyto provize se na tržbách firmy podílejí asi jednou desetinou, ovšem jsou výrazným zdrojem zisků firmy. Díky provizím může společnost část vozů prodávat jen s minimální marží a zisky generuje právě z prostředků získaných od finančních institucí formou provize. Podíl tohoto druhu výnosů na celkových tržbách v letech 2004 až 2006 klesl z 10,25 % na 8,14 %. Očekáváme, že mírně nad 8 % se bude pohybovat i v dalších letech. Firma expanduje na trhy, kde služby financování koupě ojetého vozu nejsou ještě tak rozšířeny jako např. v ČR, což může vést k určitému zaostávání růstu tohoto druhu příjmů za výnosy z prodeje vozů, v delším časovém horizontu ovšem čekáme spíše podobný vývoj, když se s rozvojem finančních služeb situace stabilizuje, což po usazení se na jednotlivých trzích (a větší objemech zde prodaných vozů) také podpoří větší možnosti firmy vyjednat u finančních společností výhodnější podmínky. I v budoucnu tak budou provize relativně významnou složkou tržeb a podstatným zdrojem zisků skupiny AAA Auto. Jejich výši v roce 2013 odhadujeme na 140,5 milionů euro.

Růst tržeb bude po nasycení trhu podporovat postupné zvyšování průměrné ceny prodaných vozů

Přímé náklady jsou nejdůležitější nákladovou položkou

Významný je i marketing zvláště při vstupu na nové trhy

**Tab. č. 8: Očekávané tržby společnosti AAA Auto v letech 2007e až 2013f (v milionech euro)**

|               | 2007e        | 2008f        | 2009f          | 2010f          | 2011f          | 2012f          | 2013f          |
|---------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Vozy          | 442,1        | 630,6        | 1 001,2        | 1 236,5        | 1 425,0        | 1 565,7        | 1 669,0        |
| Náhrad. díly  | 0,8          | 1,3          | 2,4            | 3,0            | 3,5            | 3,9            | 4,0            |
| Služby        | 9,0          | 13,0         | 21,2           | 26,4           | 30,7           | 33,9           | 36,3           |
| Provize       | 39,4         | 55,4         | 86,3           | 105,6          | 120,9          | 132,2          | 140,5          |
| <b>Celkem</b> | <b>491,3</b> | <b>700,4</b> | <b>1 111,1</b> | <b>1 371,6</b> | <b>1 580,1</b> | <b>1 735,8</b> | <b>1 849,9</b> |

Zdroj: odhad Cyrus

Celkové tržby by v letech 2007 dle našich odhadů měly vzrůst z 491,3 milionů euro v roce 2007 až na 1 849,9 milionů euro v roce 2013 (růst celkových tržeb na konci sledovaného období odhadujeme na 6,6 % ročně). Tohoto výsledku podle našich předpokladů společnost dosáhne důsledným plněním své růstové strategie, tedy expanzí na nové trhy především východní Evropy, kde bude rozšiřovat svou působnost. Základním faktorem tedy bude růst počtu prodaných automobilů na nových trzích (na stávajících, jako je ČR postupně očekáváme v delším horizontu spíše stagnaci prodeje), podpořený postupným přesunem poptávky k dražším ojetinám (což se na trzích jako je ČR naopak projeví nejdříve). Důležitým zdrojem tržeb budou také provize z finančních služeb.

## 4. Provozní náklady

### 4.1. Náklady na prodané zboží

Největší část nákladů je zahrnuta hned v jejich první položce, tedy v nákladech na prodané zboží. Ty zahrnují náklady na koupi vozu, který následně společnost nabízí k prodeji či náklady na jeho přípravu k prodeji, jako jsou náklady na přepravu, určitou údržbu vozu (vyčištění apod.), technickou kontrolu stavu vozidla nebo ověření původu nabízených automobilů. V minulých letech se hrubá marže společností držela kolem úrovně 18,3 až 18,4 %, což znamená, že přímé náklady na prodávané zboží představovaly zhruba 81,6 až 81,7 % prodejní ceny vozů. Očekáváme, že jejich podíl bude postupně mírně narůstat, to znamená, že hrubá marže společnosti bude v příštích letech mírně klesat. Tento fakt dle našeho názoru bude způsobovat postupné dospívání středoevropských trhů s ojetinami, tedy rostoucí konkurence mezi bazary, ale také zvyšující se objem prodeje jinými cestami, např. přes internet, který bude na prodejce ojetin vyvíjet další nátlak. Proti poklesu bude hrát silná pozice na některých trzích, která umožní čelit většímu poklesu hrubé marže dodatečnými příjmy z provizí z finančních služeb. Hrubá marže firmy tak dle našeho odhadu bude na konci sledovaného období, tedy v roce 2013 přibližně 17,5 % proti 18,27 %, které odhadujeme pro rok 2007.

### 4.2. Náklady na marketing

Nezbytnou složkou nákladů společnosti jsou výdaje na propagaci firmy. Jejich podíl na celkových tržbách v minulých třech letech mírně klesal, z téměř 4 % v roce 2004 na 2,76 % v roce 2006. V absolutním vyjádření došlo mezi lety 2004 a 2005 k nárůstu marketingových nákladů z 8,9 milionů euro na 10,5 milionů (růst o 17,6 %), v roce 2006 pak k poklesu na 9,6 milionů euro (pokles o 8,1 %). Tento pokles byl způsoben dosažením cílů, které mělo marketingové oddělení určeno pro Českou republiku a Slovensko. Zde je již značka AAA Auto notoricky známou a není tedy nutno vynakládat tolik prostředků na její budování. Na těchto trzích tak lze do budoucna očekávat spíše udržování značky v povědomí stávajících i potenciálních zákazníků. Dalším důvodem poklesu v posledním roce bylo přehodnocení marketingové strategie. Vyjádříme-li výdaje na propagaci v přepočtu na prodaný vůz, došlo v minulých třech letech opět k poklesu. Roky 2004 a 2005 zaznamenaly náklady na propagaci přes 200 euro na prodané vozidlo (201,1 a 205,9 euro) v roce 2006 došlo díky výraznému zvýšení počtu prodaných vozů a poklesu marketingových nákladů k propadu na 155,3 euro na vůz. Očekáváme, že pokles bude pokračovat ještě v tomto roce, kdy by náklady na prodané vozidlo mohly činit 137,3 euro. Společnost v tomto roce plánuje na svou propagaci vynaložit 10,5 milionů euro, absolutně tedy již

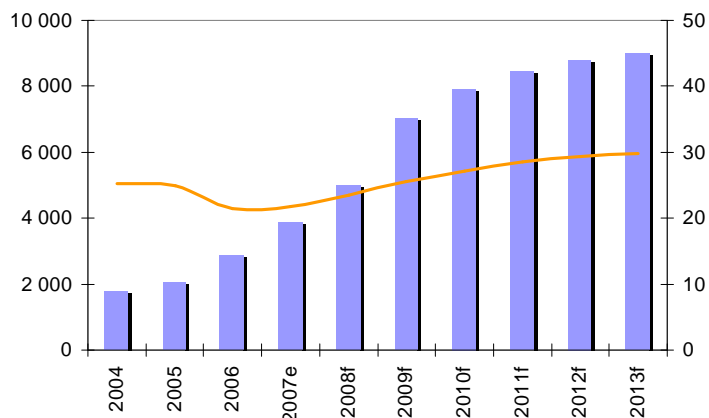
Náklady na zaměstnance jsou druhou nejvýznamnější složkou nákladů, díky růstu firmy také rychle porostou

dojde k růstu, ten bude ovšem překonán rychlým zvýšením počtu prodaných vozů, proto ten pokles v přepočtu na jedno auto. I v dalších letech očekáváme nárůsty nákladů na propagaci. Firma bude stále více pronikat na nové trhy a otevírat zde nové pobočky, což se neobejde bez nutnosti vynaložit prostředky na budování značky jak na celostátní, tak i regionální úrovni (naopak v ČR či SR již bude značku jen „udržovat“). Proto očekáváme, že postupně náklady na propagaci v přepočtu na jeden vůz porostou ke 156,1 euro v roce 2013. To bude v delším horizontu podpořeno vyšší konkurencí na všech trzích a tedy nutností více se propagovat ve snaze o udržení nabytých tržních pozic. Při vyjádření vzhledem k tržbách očekáváme, že náklady na propagaci budou dlouhodobě představovat 2,25 až 2,35 % tržeb. V absolutním vyjádření z letošních 10,5 milionů vzrostou náklady firmy AAA Auto na reklamu na cca 41,7 milionů euro v roce 2013.

### 4.3. Personální náklady

Náklady na zaměstnance představují po přímých nákladech na prodané vozy druhou největší složku nákladů, se kterou se společnost musí ve svém hospodaření vypořádat. S tím, jak se velikost firmy zvětšuje, roste výrazným způsobem pochopitelně i počet zaměstnanců. Těch bylo na konci roku 2 880, což meziročně představuje nárůst o více než 800 lidí. V roce 2004 měla skupina pro srovnání 1 753 zaměstnanců. Do budoucna by měl počet pracovníků ve společnosti růst obdobným tempem, jako tržby firmy. Tržby i počet zaměstnanců se dle plánů zakladatele společnosti AAA Auto A. J. Dennyho mají do roku 2012 ztrojnásobit. Tento odhad považujeme za odpovídající očekávanému růstu společnosti (vzhledem k očekávanému rychlému růstu již v roce 2007 firma ke dni uzávěrky výroční zprávy za rok 2006 nabízela 700 volných pracovních míst a k 30. 6. 2007 vzrostl počet zaměstnanců na 3 189). Očekáváme, že počet zaměstnanců poroste podobně jako prodeje vozů firmy, možná o něco pomaleji, na druhou stranu bude růstu prodeje časově mírně předcházet (nejdříve je nutno otevřít pobočku, tedy najmout zaměstnance a teprve potom přijdou prodeje vozů). Očekáváme, že v roce 2013 by mohla mít skupina cca 8 978 zaměstnanců. To by znamenalo v průměru 29,8 prodaných vozů na jednoho zaměstnance v tomto roce. Pro srovnání v roce 2005 to bylo 25,2 vozu na zaměstnance. V následujících dvou letech následoval pokles tohoto ukazatele na 21,51 prodaného vozu na člověka zaměstnaného u AAA Auto. Podobný výsledek očekáváme i v roce 2007 (21,69 vozů na zaměstnance), následně po rozjezdu velkého počtu nových poboček očekáváme postupný tlak na výkony a tedy i zlepšování tohoto ukazatele k zmíněné hodnotě pro rok 2013. Tento jev by měla dle našich odhadů podpořit i určitá změna struktury zaměstnanců firmy. V roce 2006 pracovalo např. 8,8 % zaměstnanců firmy v call-centru, dalších 19,2 % byli administrativní pracovníci a více než třetina zaměstnanců zajišťovala služby, které firma poskytuje k prodaným vozům. Prodejců bylo 18,3 % všech zaměstnanců (dalších 14,5 % se věnovalo výkupu vozů). Očekáváme, že mírně poroste především podíl prodejců vozů a klesne tedy lehce podíl ostatních skupin. V absolutním měřítku očekáváme pochopitelně růst všech skupin pracovníků firmy.

**Graf č. 8: Počet zaměstnanců (levá osa) a počet prodaných vozů na zaměstnance (pravá osa, v kusech) v letech 2004 až 2013f**



Zdroj: AAA Auto prospectus, odhad Cyrrus

**Podíl personálních nákladů na tržbách by mohl v delším horizontu mírně klesnout díky tlaku na efektivitu prodejců**

**V ostatních nákladech vzrostou zvláště výdaje na různé služby**

**Firma hodlá investovat ročně do 4 % svých tržeb, největší objem směřuje do nových poboček (budovy a pozemky)**

**Z geografického hlediska největší investice doposud směřovaly do ČR**

Vzhledem k ekonomickému růstu zemí, na nichž společnost působí, očekáváme postupný růst platů zaměstnanců firmy. Pro rok 2007 očekáváme růst o 8,2 % v dalších letech spíše mírnější zvyšování platů (ve střední Evropě čekáme spíše zpomalení doposud rychlých růstů ekonomik – kromě Maďarska, jež by se mělo postupně vzpamatovat ze současných potíží). Proto čekáme postupné zpomalení tempa růstu platů na 5 % ročně v roce 2013. Celkový objem personálních nákladů tak v tomto roce očekáváme ve výši 149 milionů euro, proti 45,5 milionům v roce 2007. Část těchto nákladů je ovšem vykazována také v příjmech společnosti. Jde o provize, které získávají prodejci vozů (tato částka je zároveň ve výnosech i nákladech, neovlivňuje tedy dosahované zisky). Očekáváme, že se tato položka bude na celkových personálních nákladech podílet v průměru 18 až 19 % a v příštích letech její podíl na celkových vyplacených mzdách spíše mírně poroste (očekáváme větší podíl prodejců na celkových zaměstnancích). Na celkových tržbách čekáme podíl této části personálních nákladů kolem 1,5 až 1,7 %. Celkové personální náklady se dle našich odhadů budou pohybovat kolem úrovně 8,1 až 9,3 % tržeb. Jejich podíl bude spíše klesat k první z hodnot rozmezí, když čekáme větší efektivnost díky růstu prodejců na zaměstnance.

#### 4.4. Ostatní náklady

Do položky ostatních nákladů, jak už to tak bývá, spadá široká škála nákladů společnosti, jejichž velikost vzhledem k tržbám nabývá na významnosti až jejich sumarizací. Ostatní náklady v minulých letech činily cca 4,7 % tržeb (v letech 2005 a 2006, v roce 2004 to bylo rovných 5 % tržeb). Do tohoto roku čekáme spíše mírný nárůst tohoto druhu nákladů, do nějž spadají např. náklady na energie, nájemné, pojištění, dopravu, materiál, ale i služby právníků, auditorů, účetních či daňových poradců. I když se podaří společnosti držet na uzdě všechny další složky nákladů, po vstupu na burzu lze čekat větší výdaje související právě s auditorským či účetním složkami, pro rok 2007 také očekáváme, že právě sem bude zaúčtováno 2,4 milionů euro, které firma odhaduje jako náklady související s IPO. Pro rok 2007 tak čekáme růst těchto nákladů na 5,05 % tržeb, do dalších let jejich podíl na tržbách bude dle našich odhadů činit 3,9 až 4,6 %.

#### 4.5. Odpisy

Poslední položkou, která je započtena do provozních nákladů společnosti, jsou odpisy, ty ovšem podstatně souvisí s investičními výdaji firmy popsány v následující části. Prozatím lze říci, že vzhledem k očekávanému růstu investic společnosti v příštích letech, souvisejícímu s expanzí firmy a rozšiřováním její pobočkové sítě, očekáváme také odraz tohoto vývoje v odpisech, které porostou z 3,5 milionů euro v tomto roce až na 19,2 milionů euro v roce 2013.

### 5. Investiční výdaje

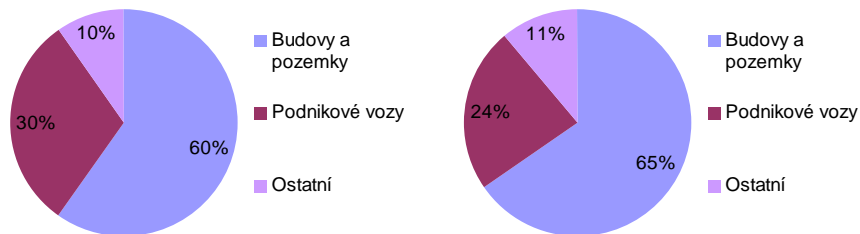
Vzhledem k fázi vývoje, ve které se společnost nachází, plánuje v příštích letech růst investičních výdajů. Ostatně pokrytí potřeb investic do rozvoje společnosti je hlavním důvodem pro vstup AAA Auto na burzy v Praze a Budapešti. Společnost v minulých letech investovala cca 3 až 4 % svých tržeb a vyšší hranice z tohoto rozmezí je i plánovaným objemem pro příští roky, kdy by tedy firma měla investovat do svého rozvoje kolem 4 % budoucích tržeb. Z hlediska využití největší část investiční výdajů směřovala do budov a pozemků, což pochopitelně souvisí s rozšiřováním pobočkové sítě a snahou získat potřebné pozemky pro nové autobazary do svého vlastnictví (a vybudovat na nich odpovídající zázemí). Druhá část investic pak směřuje do podnikového vozového parku a nejmenší část do vybavení a dalších složek majetku.

Vzhledem ke geografickému rozšiřování aktivit společnosti je také zajímavý pohled na rozdělení investičních výdajů podle jednotlivých trhů, na nichž společnost působí. Donedávna směřoval největší objem investic do České republiky (byť mírně klesající), která doposud generuje největší podíl tržeb. S rozvojem aktivit, tedy vstupem nejprve na slovenský trh a následně do Rumunska, Polska a Maďarska nabývá postupně na významu podíl investic směřujících do těchto zemí, i když si ČR v tomto roce ještě zachová své prvenství, když dle plánů firmy dojde k značnému nárůstu investic ve srovnání s předchozími lety (otevření 6 nových poboček). V uplynulých letech také narůstaly investice na Slovensku, kde si firma od vstupu na tento trh v roce 2004 budovala svou pozici a dosáhla zde v roce 2006 velmi slušného 16 % podílu na trhu.

**Graf č. 9: Složení investičních výdajů v letech 2005 a 2006 dle užití (v %)**

**Investiční výdaje v roce 2005**

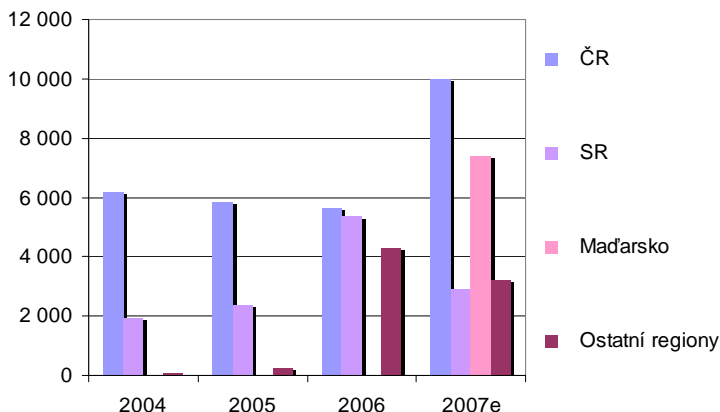
**Investiční výdaje v roce 2006**



Zdroj: AAA Auto prospectus

I když bude AAA Auto na Slovensku dále expandovat a v roce 2007 bude otevřeno celkem 6 nových poboček (na 11 na konci roku z loňských 5), objem investic letos na Slovensku klesne (část výdajů na letos otevřené pobočky byla zjevně utracena již v loňském roce).

**Graf č. 10 Investiční výdaje dle trhu v letech 2004 až 2007e (v tisících eur)**



Zdroj: AAA Auto prospectus \* položka ostatní regiony v letech 2004 až 2006 obsahuje i Maďarsko, to je samostatně vyčleněno až pro rok 2007

Významným způsobem do kapitálových výdajů za rok 2007 promluví Maďarsko, které bylo v minulých letech zahrnuto s dalšími trhy do položky ostatní regiony. Vzhledem k expanzi na tento trh, která se na konci roku 2007 promítne v 7 otevřených pobočkách (na konci roku 2006 to bylo 1 zastoupení) a na konci roku 2008 dokonce 12 – 15 pobočkami (dle plánů firmy), vzrostou investice v Maďarsku v tomto roce na 7,4 milionů euro. Očekáváme, že ve výdajích za rok 2007 bude vynaložena i část prostředků souvisejících s rokem 2008 (a v tomto roce otevřenými bazary). Postupem času bude nabývat na významu i část investic směřujících do dalších zemí, např. v Polsku hodlá mít firma v roce 2009 celkem 8 až 12 bazarů, v Rumunsku chce zahájit masivní expanzi v roce 2009, což se může opět projevit již na investicích o rok dříve. Celkově tak očekáváme postupný růst investičních výdajů (i když vývoj v jednotlivých zemích může mít i klesající tendenci, jako tomu bylo v ČR v letech 2004 až 2006) k hodnotě cca 64,2 milionů euro v roce 2013. Z hlediska struktury bude dle našich odhadů stále největší část investic směřovat do pozemků a budov, tak jak budou otevírány nové pobočky. S rozvojem firmy ale poroste i potřeba rozšiřovat firemní vozový park či investovat do dalších složek majetku.

Část investic do poboček otevřených na Slovensku letos byla utracena již v loňském roce

V tomto roce se v investicích výrazně o slovo hlásí Maďarsko, postupně ale porostou investice patrně na všech trzích



Hrubá marže by díky konkurenci měla v budoucnu mírně klesnout

Zisky firmy v absolutním vyjádření porostou, ziskové marže se změjí jen málo

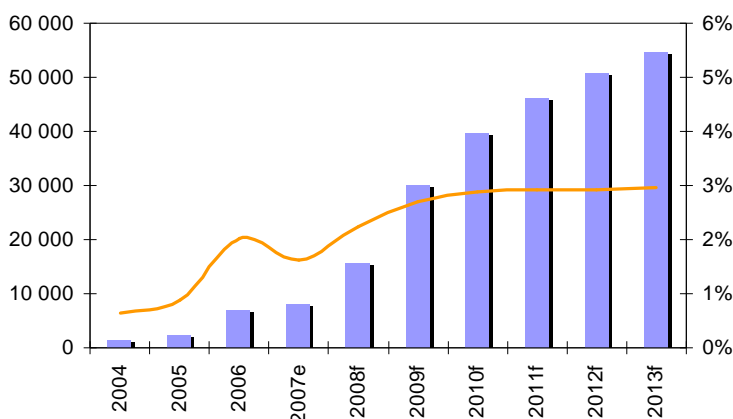
Od dividend si příliš neslibujeme

## 6. Ziskovost

AAA Auto v minulých letech dokázalo zvyšovat svou ziskovost. Čistý zisk z 1,45 milionů euro v roce 2004 vzrostl v roce 2006 až na 7,07 milionů euro. Tohoto růstu je dosahováno především díky rychlému rozvoji firmy, jež razantně navyšuje svou výkonnost. Tržby mezi lety 2004 a 2005 vzrostly o 20 %, v roce následujícím byl růst ještě rychlejší – přes 29 %. Vývoj přímých nákladů na prodané vozy jde s tržbami ruku v ruce, hrubá marže tak v minulých letech byla stabilní kolem 18,3 až 18,4 %. Do příštích letch ovšem očekáváme její mírný pokles způsobený rostoucí konkurencí na trzích (viz. popis nákladů). V absolutních hodnotách pochopitelně čekáme její růst daný zvyšováním výkonnosti společnosti. Vzhledem k výši přímých nákladů na prodané zboží, které jsou nejdůležitější složkou nákladů, bude vývoj hrubé marže také silně ovlivňovat nižší úrovně zisku.

Jak již bylo pospáno v kapitole o nákladech, očekáváme postupný růst nákladů na propagaci, související se vstupem na nové trhy, kde bude společnost budovat svou značku, významným způsobem porostou také personální náklady, když by se počet zaměstnanců společnosti s plánovaným rozvojem firmy měl zhruba ztrojnásobit, díky rostoucím investicím (byť v nemalé míře do pozemků) porostou i odpisy a také ostatní náklady, v nichž budou po IPO hrát roli náklady související s různými službami (právní, účetní, audit apod.). Tyto faktory se projeví na dosahovaných úrovních zisků EBITDA a EBIT. Zisk EBITDA by v roce 2007 měl dle našich odhadů dosáhnout 17 milionů euro a v následujících letech by mohl vzrůst až k 90 milionům v roce 2013. Marže EBITDA se bude v příštích sedmi letech pohybovat mezi 3,5 až 4,9 %, s tím že se bude ke konci období blížit spíše horní hranici tohoto pásma. EBIT by pak z 13,5 milionů euro v roce 2007 mohl vzrůst až na 71,1 milionů v roce 2013. Marže provozního zisku EBIT by měla během příštích let činit 2,8 až 3,8 %. Čistý zisk firmy by pak měl v roce 2007 dosáhnout přibližně 8 milionů euro (marže čistého zisku cca 1,6 %) a postupně by se měl zvyšovat s rozšiřováním aktivit firmy až na 54,6 milionů euro v roce 2013. Marže čistého zisku by dle našich odhadů neměla ve sledovaném období převyšovat 3,0 % (v roce 2006 to bylo 2,0 %). Zisk na akcii (předpokládáme úpis akcií při IPO včetně využití opce na nadlimitní úpis, tedy 69 533 633 akcií) by se měl postupně zvyšovat z 0,11 euro na 0,79 euro na akcii v roce 2013.

**Graf č. 11: Čistý zisk (levá osa, v tisících euro) a marže čistého zisku (pravá osa, v %) v letech 2004 až 2013f**



Zdroj: AAA Auto prospectus, odhad Cyrrus

Pokud jde o dividendy, společnost by v příštích letech mohla vyplácet až 20 % svých zisků ve formě dividend. Načasování zahájení výplaty dividend a jejich výše bude záviset výrazně na budoucích potřebách financovat rozvoj firmy, proto s dividendami v odhadu zatím nepracujeme. AAA Auto je růstovou společností, u které lze výplatu dividend díky její očekávané expanzi prozatím oželeť, ostatně sektor jako celek nepatří mezi ty dividendově atraktivní, srovnatelná společnost CarMax dividendy nevyplácí.

**V minulosti se firma potýkala s negativní mediální kampaní**

**Na burze bude AAA Auto nejmenší společností**

**Trh s ojetinami je velmi konkurenčním, bazarům konkurují i jiné formy prodeje**

**Zvládnout rychlý růst může být také problém, expanze tlačí na potřebu finančních prostředků**

## 7. Rizika

Každé podnikání s sebou nese určitá rizika, ať již všeobecná, platná pro všechny firmy, či jedinečná související s podnikáním konkrétní společnosti. Těmito především jedinečnými riziky v případě společnosti AAA Auto může být např.:

### Pověst firmy

Společnost AAA Auto se zvláště v minulosti potýkala s negativním veřejným míněním souvisejícím s některými jejími aktivitami. AAA Auto za největší problém, který se v zmíněné negativní kampani proti firmě (zvláště v letech 2001 až 2002) odrazil, považuje prodej vozů, které získala na protiúčet. Od nich podle prohlášení firmy zákazníci požadovali stejné záruky jako u podstatně lepších vozů, což nebylo možno bezesbytku splnit. Proto byla tato praxe následně výrazně omezena a do budoucna by se na nejnižší ojetiny (s tomu odpovídající kvalitou) měl soustředit řetězec Auto Diskont. Pod značkou AAA Auto budou prodávána spíše lepší ojetá auta (což lze vidět i na dosahované průměrné ceně prodaného vozu), což by mělo případné spory se zákazníky omezit. Vzhledem k oboru, v němž firma podniká, je ovšem vyloučit nelze, navíc trh s ojetinami je chápán jako problematický všeobecně, což podporují problémy některých trhů s podvody apod., jež firma sama o sobě stěží ovlivní. Na druhou stranu dobrou známkou pro společnost je její výkonnost, která ani během negativní kampani proti firmě neklesla a společnost i v této době navyšovala své prodeje a tržby.

### Velikost firmy

Na pražské burze bude společnost AAA Auto firmou s nejmenší kapitalizací, což se může projevat ve větší citlivosti jejích akcií na tržní pohyby i zprávy týkající se oboru nebo firmy samotné a tedy i ve větších pohybech cen akcií firmy, jak směrem nahoru, tak i dolů. Větší část akcií společnosti budou patrně držet drobní investoři se sklonem k živelným reakcím, ovlivněným psychologii, což se může opět na volatilitě kurzů projevit. Volatilitu také může ovlivnit celková nálada vůči méně vyspělým akciovým trhům, ke kterým pražská a budapešťská burza přeci jen ještě patří. Menší emise na takových trzích (ale i na vyspělých) se opět vyznačují většími pohyby kurzů.

### Konkurenční prostředí

Společnost AAA Auto působí na trhu, který je charakteristický poměrně značnou rozdrobeností a na němž je prakticky nemožné získat dominantní postavení, i když si firma v ČR a na Slovensku již dokázala vydobýt nezanedbatelný tržní podíl. Trh s ojetými auty je také oborem, do nějž lze relativně lehce a s nepříliš mnohou prostředky (alespoň na místní úrovni) vstupovat, konkurence tedy může v budoucnu růst. Alternativou k bazarům je také soukromý prodej ojetých vozů, usnadněný např. rozvojem internetu. Rostoucí konkurence jak ve formě ostatních bazarů, tak i v jiné formě trhu (soukromé prodeje, prodej ojetých vozů jako doplněk aktivit u prodejců nových aut apod.) se může projevit na ziskových maržích firmy. Roli také může hrát snaha výrobců nových vozů nabídnout pokud možno co nejlevnější automobil, který může konkurovat i lepším ojetinám. Tuto tendenci budeme patrně pozorovat zvláště u asijských (čínských) výrobců, kteří ovšem prozatím nejsou schopni plnit v Evropě požadované nároky na bezpečnost, emise nebo kvalitu svých vozů. Firmě v tomto smyslu také nahrává působnost na trzích jako ČR či SR, kde historicky vévodí prodejům nových i ojetých aut domácí výrobce (Škoda).

### Rychlá expanze společnosti

Společnost prochází mohutnou vlnou expanze, která je pro ní nejen velkou příležitostí, ale přináší s sebou také určitá rizika. Rizikem takto rychlého růstu může být jeho nezvládnutí, např. špatný odhad tržních příležitostí při vstupu do nové země, a to jak na úrovni celého trhu (který nemusí být dost vyspělý na obchodní principy prosazované firmou), tak i na úrovni místní (firma může špatně rozmístit své pobočky v zemi, což může omezit/zbrzdit její rozvoj na tomto trhu). Růst si také vyžaduje značné prostředky na jeho financování, nejen na investiční výdaje při budování nových autobazarů ale i např. na provozní cash-flow díky nutnosti nové pobočky zásobovat dostatečným množstvím vozů (např. v roce 2007 má počet vozů v bazarech vrst až na 9 800 z loňských 6 225), což vytváří tlaky na firemní finance zvláště na počátku expanze, než se daná pobočka začne projevovat i na tržbách společnosti. Náběh prodeje také může po určitou dobu trvat. Zde lze považovat za vhodné, že firma ke vstupu na burzu přikročila až v době, kdy má za sebou

**Aktivity firmou jsou prováděny v řadě různých měn, účetnictví je v eurech**

**Pololetní výsledky firmy naznačují na velmi rychlý nárůst tržeb tažený zahraničím**

**Rychle porostou jak tržby z prodeje vozů, tak i z provizí z finančních služeb**

**Porostou i zisky, byť ne tak rychle, proto letos čekáme pokles marží**

jednoznačné výsledky z expanze na Slovensko, kde byla schopna během dvou let zaujmout důležitou pozici na trhu a dokázala tak svou schopnost expanzi zvládat.

#### **Kurzové riziko**

Společnost své výsledky hospodaření prezentuje v eurech (souvisí se sídlem firmy), ovšem velká část jejích aktivit probíhá v místních měnách. Firma aktuálně působí na pěti trzích, transakce tak probíhají v české a slovenské koruně, zlotém, forintu či lei. Pohyby těchto měn vůči euru se mohou negativně projevit na reportovaných výsledcích firmy.

Toto riziko na rozdíl od ostatních již patří spíše k všeobecným rizikům, se kterými se potýkají firmy bez ohledu na obor působnosti, takových rizik je celá řada, kterou nemá větší smysl dále rozebírat, neboť se stejně či podobně jako v případě AAA Auto projeví i v hospodaření všech dalších firem (celkový ekonomický vývoj, změny spotřebitelských preferencí, změny daní a legislativy apod.).

## **8. Očekávané výsledky v roce 2007**

Model, spolu s odhadem vývoje společnosti do příštích let, může sloužit také jako zdroj pro odhad výsledků tohoto roku. Jak již bylo v textu zmíněno, firma v roce 2007 prochází asi nejrozsáhlejším rozšířením svých aktivit, minimálně co se počtu nově otevřených poboček týká a toto rozšíření by se mělo projevit jednoznačně již na výsledcích za celý rok.

Již pololetní výsledky firmy ukazují na výrazné zvýšení výkonnosti hospodaření, ke kterému by i za celý rok mělo dojít. Společnost v prvním pololetí roku prodala 38 617 vozů, což představuje meziroční nárůst o 33,5 %. Pro celý rok 2007 počítáme s prodeji 84 475 automobilů, což pro výsledku loňského roku představuje zvýšení o 36,4 %. Růst by tak v druhé polovině roku měl ještě o něco zrychlit. Toto zrychlení přisuzujeme nově otevřeným pobočkám, jejichž prodeje nabíhají postupně. Pobočky otevřené na konci roku 2006 by se měly v prodeji již stabilizovat, dále nabíhat tak budou prodeje zvláště u poboček otevřených v průběhu první poloviny roku 2007. Z hlediska trhů čekáme největší nárůsty prodeje pochopitelně na „nových trzích“ v Polsku a Maďarsku. Stále silné bude Slovensko, kde by se dle našeho odhadu mohly prodeje zvýšit o 44,2 % (proti prvnímu pololetí ale půjde o určité zpomalení), růst kolem 8 % by měla i ČR, která již v pololetí naznačuje posun proti hodnotám z minulých let.

Růst počtu prodaných vozů se projeví pochopitelně i na tržbách firmy, které očekáváme na úrovni 491,3 milionů euro (meziroční růst 41 %). Toto číslo představuje konečnou sumu tržeb za vozy, provize z finančních služeb a další složky tržeb jako jsou náhradní díly či opravy apod. Za samotné automobily by podle našich odhadů mohla firma utržit 442 milionů euro, což by při očekávaných prodeji zvedlo průměrnou cenu prodaného vozu na 5 223 euro (v prvním pololetí roku 2007 byla průměrná cena dokonce 5 270 euro). Tržby za vozy samotné se tak dle našich předpokladů zvednou o 41,1 %. Druhou nejvýznamnější částí budou opět provize z finančních služeb, které očekáváme ve výši 39,4 milionů (meziroční růst o 39 %). Schopnost získávat prostředky z provizí firma prokázala i v pololetí, kdy tento druh tržeb vzrostl meziročně o 41,7 % (z 12,13 milionů euro na 17,20 milionů).

Hrubá marže společnosti dle našich odhadů vzroste na 89,8 milionů euro z loňských 63,9 milionů, v relativním vyjádření ovšem firma vykáže snížení hrubé marže na 18,27 % (očekáváme, že tento trend bude pokračovat i v dalších letech, kdy hrubá marže bude klesat mimo jiné vlivem silně konkurenčního trhu). Klesnou i marže zisku EBITDA a EBIT. Zisk EBITDA očekáváme na úrovni 17 milionů euro (loni 14,9 milionů), marže poklesne z loňských 4,29 % na 3,47 % letos. Za poklesem marží budou stát kromě zmíněného vlivu nižší hrubé marže také rostoucí náklady na zaměstnance (související s otevřením velkého počtu nových poboček), avizované zvýšení nákladů na propagaci, v ostatních nákladech se projeví náklady související s IPO, které firma odhaduje na 2,4 milionů euro. Díky investičním výdajům opět narostou i odpisy. EBIT proto čekáme ve výši 13,5 milionů euro a EBIT marži 2,75 % (loni 12,6 milionů a 3,6 %). Stejný trend jako vyšší úrovně zisku vykáže i čistý zisk, který by měl v absolutním vyjádření vzrůst (na přibližně 8 milionů euro z loňských 7,1 milionů), marže čistého zisku v tomto roce ovšem poklesne (na 1,62 % z loňských 2,03 %). Po značné expanzi v tomto roce očekáváme další růst zisků, ale už i ziskových marží od příštího roku.

## 9. Srovnávací analýza

Srovnat lze AAA Auto plně jen s jednou firmou, obchodují se i jiní prodejci aut, zde ale porovnání pokulhává

Patrně jedinou plně srovnatelnou společností, obchodovanou na světových burzách, která odpovídá zaměření AAA Auto jako prodejce ojetých automobilů je americká společnost CarMax, která vstoupila na burzu v únoru roku 1997. Ta je stejně jako AAA Auto prodejcem především ojetých vozů, které doplňuje okrajově také prodejem vozů nových. Firma je i podle prohlášení A. J. Dennyho určitým vzorem pro AAA Auto, ve vývoji je před ním o cca 5 až 6 let. Na amerických burzách se obchoduje také s několika společnostmi, které podnikají v podobném oboru, byť jejich srovnání s AAA Auto již ne zcela odpovídá. Jsou to společnosti jako AutoNation, největší americký řetězec prodávající především nové vozy (59 % tržeb), ale jako doplnění aktivit i ojetiny (23 %) tržeb, náhradní díly, opravy apod. a část výnosů generuje i z provizí z finančních služeb. Další podobnou firmou je Penske Automotive, po AutoNation druhá největší firma v oboru, která se zaměřuje především na prodej nových luxusnějších vozů (94 % tržeb), opět jsou poskytovány dodatečné služby, opravy, údržba, prodej náhradních dílů apod. a malá část výnosů pochází z provizí od poskytovatelů finančních služeb. Mezi americkými prodejci vozů stojí za zmínku snad ještě Group 1 Automotive patřící do první pětky v oboru. Firma opět prodává především nové, ale částečně i ojeté vozy, zprostředkovává financování jejich koupě, poskytuje služby oprav, údržby atd. Podobně jako CarMax, ani tyto firmy nemají na burzách nijak dlouhou historii, přišly na ně v posledních cca 10 letech. Jak již bylo popsáno, kromě CarMax jsou ostatní firmy svým zaměřením poněkud někde jinde než AAA Auto, srovnání firmy s těmito společnostmi tak spíše ukazuje rozdíly v ocenění mezi prodejci nových (AutoNation, Penske Automotive, Group 1 Automotive) a ojetých vozů (AAA Auto, CarMax).

Tab č. 9: Základní finanční ukazatele společností v roce 2006

|                          | Mcap<br>(mil. EUR) | ROA           | ROE            | NI<br>marže   | Debt/<br>equity |
|--------------------------|--------------------|---------------|----------------|---------------|-----------------|
| CarMax                   | 3 737              | 13,10 %       | 16,73 %        | 2,63 %        | 1,04            |
| AAA Auto                 | 156                | 15,07 %       | 60,70 %        | 2,03 %        | 4,63            |
| AutoNation               | 2 649              | 4,55 %        | 8,63 %         | 1,81 %        | 3,26            |
| Penske Auto<br>Group     | 1 373              | 3,22 %        | 11,08 %        | 1,14 %        | 5,54            |
| Group 1<br>Automotive    | 605                | 5,00 %        | 13,00 %        | 1,52 %        | 3,64            |
| <b>Vážený<br/>průměr</b> |                    | <b>8,18 %</b> | <b>12,97 %</b> | <b>2,05 %</b> | <b>2,67</b>     |

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

Dle tržní kapitalizace bude AAA Auto proti podobným firmám nejmenší. Ukazatele za rok 2006 ovlivňuje struktura kapitálu, která se po IPO výrazně změní

Srovnání společností je založeno na závěrečných kurzech akcií firem a kurzů EUR/USD ze dne 11. 9. 2007 a maximální upisovací ceny společnosti AAA Auto 2,25 euro. Jak je vidět v tabulce č. 9, společnost AAA Auto bude výrazně menší firmou ve srovnání s ostatními, měřeno tržní kapitalizací, zvláště ve srovnání se společností CarMax, která je výrazně větší i než všechny ostatní zvolené firmy. Na druhou stranu asi nejlépe srovnatelné jsou AAA Auto a CarMax podle finančních ukazatelů, obě dvě firmy výrazně převyšují prodejce nových vozů, pokud jde o rentabilitu aktiv (ROA), ale i rentabilitu vlastního kapitálu (ta je u AAA Auto výrazně ovlivněna nízkou výší VK v roce 2006, po IPO pochopitelně velikost vlastního kapitálu výrazně vzroste a ukazatel ROE začne vykazovat podstatně „normálnější“ hodnoty). Také dle marže čistého zisku se prodejci ojetin ve srovnání se společnostmi zaměřujícími se na nové vozy jeví jako atraktivnější, byť z hlediska marží celý obor nevykazuje nijak zázračné hodnoty. Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu je u AAA Auto ovlivněn podobně jako ROE nízkou výší vlastního kapitálu, což se výrazně změní po IPO (pro rok 2007 čekáme u AAA Auto ROE 19,35 % a ukazatel zadluženosti debt/equity na úrovni 1,19, obě hodnoty se tak výrazně podobají výsledkům společnosti CarMax, což potvrzuje, že tato firma bude asi nejlépe porovnatelnou s AAA Auto).

**Tab č. 10: Ukazatele tržního ocenění srovnávaných společností**

|                      | 2006         | 2007e        | 2008f        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>P/E</b>           |              |              |              |
| CarMax               | 26,28        | 21,98        | 18,28        |
| AAA Auto             | 22,14        | 19,60        | 9,98         |
| AutoNation           | 10,51        | 11,75        | 11,20        |
| Penske Auto Group    | 14,66        | 13,55        | 11,91        |
| Group 1 Automotive   | 9,08         | 9,23         | 8,47         |
| <b>Vážený průměr</b> | <b>18,21</b> | <b>16,50</b> | <b>14,20</b> |
| <b>P/BV</b>          |              |              |              |
| CarMax               | 4,21         | 1,64         | 1,63         |
| AAA Auto             | 8,91         | 2,41         | 1,94         |
| AutoNation           | 1,04         | 0,94         | 0,87         |
| Penske Auto Group    | 1,45         | 1,17         | 1,05         |
| Group 1 Automotive   | 1,17         | 1,08         | 0,96         |
| <b>Vážený průměr</b> | <b>2,65</b>  | <b>1,28</b>  | <b>1,23</b>  |
| <b>P/S</b>           |              |              |              |
| CarMax               | 0,69         | 0,61         | 0,52         |
| AAA Auto             | 0,45         | 0,32         | 0,22         |
| AutoNation           | 0,19         | 0,20         | 0,20         |
| Penske Auto Group    | 0,17         | 0,15         | 0,14         |
| Group 1 Automotive   | 0,14         | 0,13         | 0,12         |
| <b>Vážený průměr</b> | <b>0,45</b>  | <b>0,32</b>  | <b>0,22</b>  |
| <b>EV/EBITDA</b>     |              |              |              |
| CarMax               | 15,33        | 12,94        | 10,85        |
| AAA Auto             | 13,78        | 12,08        | 7,35         |
| AutoNation           | 4,24         | 4,60         | 4,43         |
| Penske Auto Group    | 6,23         | 6,18         | 5,68         |
| Group 1 Automotive   | 5,19         | 4,96         | 4,62         |
| <b>Vážený průměr</b> | <b>9,67</b>  | <b>8,46</b>  | <b>7,38</b>  |

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg

Podobné výsledky nabízí jen CarMax, který je patrně jedinou plně srovnatelnou společností, výsledky srovnávací analýzy proto lze přijmout jen jako velmi orientační

Ukazatele tržního srovnání naznačují podobnost v ocenění společností AAA Auto a CarMax a jejich odstup od prodejců především nových vozů. Oba prodejci ojetin se jeví ve srovnání s řetězci prodávající nová auta jako dražší, což patrně odráží rozdíly mezi oběma částmi tohoto odvětví. AAA Auto se, i pokud bereme maximální možnou cenu při úpisu akcií, jeví ve srovnání se společností CarMax jako levnější ať se již podíváme na ukazatel P/E, P/S či EV/EBITDA. Jen v případě ukazatele P/BV je AAA Auto dražší než jeho americký protějšek, což bylo v roce 2006 ještě umocněno nízkou hodnotou vlastního kapitálu (paralelu lze nalézt v tabulce č. 9 v ukazatelích ROE a debt/equity), po IPO v roce 2007 tak hodnota ukazatele výrazně klesá a v roce následujícím se CarMaxu již dosti přibližuje, což je dáno očekávaným růstem zisku (nerozděleného). Ve většině případů se však AAA Auto jeví ve srovnání se společností CarMax při IPO oceněné vcelku odpovídajícím způsobem, který umožňuje případný růst akcií firmy po vstupu na burzu. Vzhledem k tomu, že firma je srovnatelná prakticky jen s jednou společností, jejíž zaměření opravdu odpovídá aktivitám AAA Auto, je ovšem nutno brát takovéto srovnání s nemalou rezervou.

## 10. Model diskontovaných cash-flow

Model DCF nás vede k cílové ceně 2,69 euro na akcii

Vnitřní hodnotu akcií společnosti AAA Auto odhadujeme dle modelu diskontovaných peněžních toků na 2,69 euro na akcii (zde předpokládáme i využití opce na nadlimitní úpis po IPO, tedy 69 533 663 kusů akcií). Tato cena je o 19,5 % výše nad maximální cenou stanovenou při IPO a odráží dle našich odhadů růstové možnosti společnosti procházející rychlým vývojem. Výhled společnosti je tak odrazem jejích plánů do budoucna, jak na trzích, na nichž již úspěšně působí, tak na těch, kam teprve vstupuje s cílem se zde uchytit. Domníváme se, že budoucnost firmy ovlivní pozitivně i celkový ekonomický vývoj na jejích trzích, který se díky růstu spotřebitelské



**Citlivost firmy na tržní pohyby by měla být vyšší, naznačuje to jak CarMax, tak i menší kapitalizace AAA Auto**

**Čekáme růst zisků, vyšší podíl vlastních zdrojů na financování investic, ale díky růstu firmy stále tlak na financování zásob apod.**

poptávky projeví i ve větší poptávce po obměně zastaralého vozového parku, kromě nových vozů především kvalitnějšími ojetinami, na něž se firma soustředí. Do budoucna tak očekáváme živý trh s ojetinami v regionu střední Evropy a vzhledem k pozici firmy na těchto trzích očekáváme, že bude schopna tuto příležitost, kterou region nabízí, využít.

**Tab. č. 11: Předpoklady modelu DCF**

|                   |         |
|-------------------|---------|
| Beta              | 1,23    |
| Bezriziková sazba | 5,31 %  |
| Riziková prémie   | 5,70 %  |
| Růst reálného HDP | 3,24 %  |
| Růst inflace      | 2,37 %  |
| Diskontní faktor  | 12,32 % |

Zdroj: Cyrrus, Bloomberg, OECD

Faktor beta použitý v modelu odpovídá betě společnosti CarMax, kterou považujeme za jedinou, s níž AAA Auto snese plné srovnání vzhledem k zaměření ekonomických aktivit. Beta větší než jedna vyjadřuje poměrně vysokou citlivost akcií společnosti na pohyby trhu, což podle našich předpokladů bude vykazovat i společnost AAA Auto, vzhledem ke své velikosti a vyššímu podílu drobných akcionářů. Bezriziková sazba odpovídá váženému průměru výnosů do splatnosti státních dluhopisů s nejdelsí dobou splatnosti v zemích, kde společnost AAA Auto působí. Spolu s rizikovou premií českého trhu a faktorem beta je bezriziková sazba využita pro výpočet diskontní sazby. Růst reálného HDP či inflace odhadujeme jako vážený průměr pro trhy, na nichž společnost působí. Růst (dlouhodobý) je podstatně nižší než aktuálně dosahované růsty ve většině zemí, ty ale považujeme za dlouhodobě neudržitelné. Vcelku příznivá výše inflace dle našeho názoru odráží snahu zemí plnit kritéria pro přijetí eura (tedy snaha o snížení inflace), jež se nejvíce projeví v některých státech právě na konci námi zvoleného období pro odhad diskontovaných peněžních toků.

**Tab. č. 12: Model diskontovaných cash flow (v euro na akcii)**

|                   | 2007e | 2008f | 2009f | 2010f | 2011f | 2012f | 2013f |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Čistý zisk        | 0,11  | 0,23  | 0,43  | 0,57  | 0,66  | 0,73  | 0,79  |
| Odpisy            | 0,05  | 0,07  | 0,09  | 0,12  | 0,17  | 0,22  | 0,28  |
| Δ prac. kapitálu  | -0,19 | 0,01  | -0,04 | 0,03  | -0,09 | -0,04 | -0,01 |
| Investiční výdaje | -0,34 | -0,35 | -0,42 | -0,56 | -0,73 | -0,84 | -0,92 |
| Splátky dluhu     | -0,18 | -0,21 | -0,24 | -0,27 | -0,30 | -0,15 | -0,19 |
| Nový dluh         | 0,02  | 0,26  | 0,27  | 0,31  | 0,33  | 0,34  | 0,35  |

|               |       |      |      |      |      |      |      |
|---------------|-------|------|------|------|------|------|------|
| FCFE          | -0,53 | 0,00 | 0,09 | 0,20 | 0,04 | 0,25 | 5,86 |
| Diskont. FCFE | -0,51 | 0,00 | 0,07 | 0,14 | 0,02 | 0,13 | 2,83 |

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| Pokrač. hodnota | 5,58        |
| <b>NPV</b>      | <b>2,69</b> |

Zdroj: Cyrrus

Vypočítaná hodnota je pozitivně ovlivněna rostoucí ziskovostí společnosti, které bude dle našeho názoru dosahováno díky expanzi společnosti na nové trhy, tedy rozšiřováním aktivit, jak rostoucím počtem prodaných vozů, tak i díky výnosům z provizí z finančních služeb, které výrazným způsobem ovlivňují dosahované zisky. Narůstat budou postupně také odpisy, ovlivněné zvyšujícími se investicemi, opět díky očekávanému růstu firmy. Investiční výdaje naopak budou faktorem, který bude peněžní toky snižovat i v budoucnosti. Společnost plánuje značné rozšíření aktivit, které bude vytvářet tlak na peněžní toky, díky vyšší ziskovosti očekáváme navíc postupně klesající podíl dluhů na financování expanze, investice tak porostou rychleji než zadlužování. Na konci sledovaného období také poněkud poklesnou splátky dluhů, vliv kromě klesajícího podílu cizích zdrojů na financování bude mít také splacení stávajících dluhů s relativně krátkou průměrnou dobou splatnosti. Víceméně negativně na peněžní toky bude i nadále působit snaha o nabízení velkého počtu vozů, očekáváme tedy, že na provozní cash-flow bude stálý tlak vyvíjet růst zásob, který i v příštích letech bude firmě odčerpávat část prostředků, což se bude negativně projevovat ve změně pracovního kapitálu.

**Růstové příležitosti a strategie firmy dělají z AAA Auto zajímavý titul, pro dosažení cílové ceny budou důležité výsledky za rok 2007**

## 11. Doporučení

Úvodní doporučení k akciím společnosti AAA Auto je tento titul koupit s dvanáctiměsíční cílovou cenou 2,69 euro, která je založena na ocenění modelem DCF. To do jisté míry podporuje i srovnání se společností CarMax, srovnávací analýza má ovšem vzhledem k absenci podobných firem na světových burzách malou vypovídací schopnost. Důležitým faktorem k dosažení cílové ceny dle našeho názoru budou výsledky za rok 2007, které by měly ukázat schopnost zvládat rychlou expanzi. Firma v tomto roce otevřela a otevře doposud nejvíce nových poboček, což by se mělo projevit na růstu tržeb a také zisků. Pololetní výsledky ukazují velkou dynamiku firmy, která by měla být potvrzena i čísly za celý rok. Pro další období očekáváme další růst firmy, nejrychlejší v letech 2008 až 2009, kdy se bude stejně jako letos projevovat současné rozšiřování aktivit (rok 2008) a bude spuštěna rozsáhlá expanze např. na rumunský trh. Ze současných hodnot by tak měla firma výrazným způsobem vzrůst, když se bude na výsledcích zvyšovat podíl zahraničních trhů. V modelu pracujeme především s trhy, na něž již společnost nějakým způsobem vstoupila. I když jsou nastíněny plány ke vstupu do několika dalších zemích, pro opatrnost předpokládáme v modelu jejich vliv na budoucí výsledky relativně malý. I bez nich ovšem dělá růstová strategie firmy a předpoklad jejího úspěšného zvládnutí z AAA Auto zajímavý titul.

## VÝHLED ZKRÁCENÝCH KONSOLIDOVANÝCH FINANČNÍCH VÝKAZŮ DLE IFRS

### Rozvaha

| v milionech EUR               | 2007e          |                | 2008f          |                | 2009f          |                |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Stálá aktiva</b>           | <b>59 970</b>  | <b>42,20%</b>  | <b>80 035</b>  | <b>46,33%</b>  | <b>103 605</b> | <b>47,14%</b>  |
| Goodwil a ostat. stálá aktiva | 1 197          | 0,84%          | 1 197          | 0,69%          | 1 197          | 0,54%          |
| Dlouhodobý hmotný majetek     | 58 152         | 40,92%         | 78 008         | 45,16%         | 101 168        | 46,03%         |
| Ostatní dlouhodobý majetek    | 620            | 0,44%          | 829            | 0,48%          | 1 240          | 0,56%          |
| <b>Oběžná aktiva</b>          | <b>82 150</b>  | <b>57,80%</b>  | <b>92 713</b>  | <b>53,67%</b>  | <b>116 181</b> | <b>52,86%</b>  |
| Zásoby                        | 56 320         | 39,63%         | 65 579         | 37,96%         | 78 474         | 35,70%         |
| Pohledávky z obch. styku      | 13 413         | 9,44%          | 13 868         | 8,03%          | 15 333         | 6,98%          |
| Peníze a pen. prostředky      | 5 741          | 4,04%          | 5 974          | 3,46%          | 12 642         | 5,75%          |
| Ostatní krátkodobý majetek    | 6 675          | 4,70%          | 7 292          | 4,22%          | 9 732          | 4,43%          |
| <b>Aktiva</b>                 | <b>142 119</b> | <b>100,00%</b> | <b>172 748</b> | <b>100,00%</b> | <b>219 785</b> | <b>100,00%</b> |
| <b>Vlastní kapitál</b>        | <b>64 955</b>  | <b>45,70%</b>  | <b>80 786</b>  | <b>46,77%</b>  | <b>110 922</b> | <b>50,47%</b>  |
| Základní kapitál              | 6 953          | 4,89%          | 6 953          | 4,03%          | 6 953          | 3,16%          |
| Emisní ážio                   | 36 137         | 25,43%         | 36 137         | 20,92%         | 36 137         | 16,44%         |
| Nerozdělený zisk              | 18 687         | 13,15%         | 34 369         | 19,90%         | 64 349         | 29,28%         |
| Ostatní                       | 3 177          | 2,24%          | 3 326          | 1,93%          | 3 482          | 1,58%          |
| <b>Dlouhodobé cizí zdroje</b> | <b>39 878</b>  | <b>28,06%</b>  | <b>42 379</b>  | <b>24,53%</b>  | <b>44 057</b>  | <b>20,05%</b>  |
| Bankovní úvěry a půjčky       | 38 748         | 27,26%         | 40 768         | 23,60%         | 41 502         | 18,88%         |
| Ostatní dlouhod. cizí zdroje  | 1 130          | 0,80%          | 1 611          | 0,93%          | 2 555          | 1,16%          |
| <b>Krátkodobé cizí zdroje</b> | <b>37 286</b>  | <b>26,24%</b>  | <b>49 583</b>  | <b>28,70%</b>  | <b>64 806</b>  | <b>29,49%</b>  |
| Závazky z obchodního styku    | 19 653         | 13,83%         | 28 016         | 16,22%         | 37 220         | 16,93%         |
| Bankovní úvěry a půjčky       | 12 720         | 8,95%          | 14 563         | 8,43%          | 16 475         | 7,50%          |
| Ostatní krátkod. cizí zdroje  | 4 913          | 3,46%          | 7 004          | 4,05%          | 11 111         | 5,06%          |
| <b>Pasiva</b>                 | <b>142 119</b> | <b>100,00%</b> | <b>172 748</b> | <b>100,00%</b> | <b>219 785</b> | <b>100,00%</b> |

Zdroj: Cyrrus

### Výsledovka

| v tisících EUR         | 2007e          |                 | 2008f          |                 | 2009f            |                 |
|------------------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|
| <b>Tržby</b>           | <b>491 322</b> | <b>100,00 %</b> | <b>700 404</b> | <b>100,00 %</b> | <b>1 111 054</b> | <b>100,00 %</b> |
| Ostatní příjmy         | 9 175          | 1,87 %          | 12 633         | 1,80 %          | 18 842           | 1,70 %          |
| Přímé náklady na zboží | -401 558       | 81,73 %         | -573 422       | 81,87 %         | -911 178         | 82,01 %         |
| <b>Hrubá marže</b>     | <b>89 764</b>  | <b>18,27 %</b>  | <b>126 982</b> | <b>18,13 %</b>  | <b>199 876</b>   | <b>17,99 %</b>  |
| Marketingové náklady   | -11 595        | -2,36%          | -16 389        | -2,34%          | -25 776          | -2,32%          |
| Personální náklady     | -45 487        | -9,26%          | -62 524        | -8,93%          | -94 351          | -8,49%          |
| Odpisy                 | -3 516         | -0,72%          | -4 710         | -0,67%          | -6 258           | -0,56%          |
| Ostatní náklady        | -24 814        | -5,05%          | -32 700        | -4,67%          | -51 649          | -4,65%          |
| <b>EBIT</b>            | <b>13 527</b>  | <b>2,75 %</b>   | <b>23 292</b>  | <b>3,33 %</b>   | <b>40 684</b>    | <b>3,66 %</b>   |
| Finanční náklady       | -3 341         | 0,68 %          | -3 692         | 0,53 %          | -3 989           | 0,36 %          |
| Daň z příjmů           | -2 203         | 0,45 %          | -3 917         | 0,56 %          | -6 715           | 0,60 %          |
| <b>Čistý zisk</b>      | <b>7 983</b>   | <b>1,62 %</b>   | <b>15 682</b>  | <b>2,24 %</b>   | <b>29 980</b>    | <b>2,70 %</b>   |

Zdroj: Cyrrus

### Výkaz peněžních toků

| v tisících EUR       | 2007e        | 2008f      | 2009f        |
|----------------------|--------------|------------|--------------|
| Provozní cash-flow   | -441         | 20 937     | 33 439       |
| Investiční cash-flow | -23 500      | -24 566    | -29 417      |
| Finanční cash-flow   | 26 546       | 3 862      | 2 646        |
|                      | <b>2 605</b> | <b>233</b> | <b>6 669</b> |

Zdroj: Cyrrus

## Analýzy

|                  |                                  |                      |
|------------------|----------------------------------|----------------------|
| Jan Procházka    | Petrochemie, energetika, doprava | prochazka@cyrrus.cz  |
| Marek Hatlapatka | Zahraniční trhy, energetika      | hatlapatka@cyrrus.cz |
| Karel Potměšil   | Nemovitosti, farmacie            | potmesil@cyrrus.cz   |

## Trading & Sales

|               |       |                    |
|---------------|-------|--------------------|
| Michal Oplt   | Brno  | opt@cyrrus.cz      |
| Petr Bánovský | Brno  | banovsky@cyrrus.cz |
| Eduard Tesař  | Brno  | tesar@cyrrus.cz    |
| Kamil Kricner | Praha | kricner@cyrrus.cz  |

## Portfolio management

|                |       |                   |
|----------------|-------|-------------------|
| Ondřej Svoboda | Brno  | svoboda@cyrrus.cz |
| Aleš Honsa     | Praha | honsa@cyrrus.cz   |

## Corporate finance

|                |  |                    |
|----------------|--|--------------------|
| Tomáš Kunčický |  | kuncicky@cyrrus.cz |
|----------------|--|--------------------|

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCCP“) a 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. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. 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.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emisi, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. 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. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. 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 a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

**Brno**  
 Veveří 111 (Platinum)  
 616 00 Brno  
 tel.: +420 538 705 711

**Praha**  
 Anděl Park – Vchod B  
 Radlická 14  
 150 00 Praha 5 Smíchov  
 tel.: + 420 221 592 361

**e-mail:** info@cyrrus.cz, cyrrus@cyrrus.cz  
**www:** [www.cyrrus.cz](http://www.cyrrus.cz)