

EVROPSKÉ AUTOMOBILKY

Volkswagen – stále nejlepší volba

Datum vydání: 11.10.2011

Srovnávací analýza v automobilovém sektoru (aktualizace od minulého vydání 9.7.2010)

BMW (Německo)

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 67,8 EUR

Daimler (Německo)

Aktuální doporučení: Akumulovat
Aktuální cílová cena: 39,6 EUR

Fiat (Itálie)

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 4,3 EUR

PSA (Francie)

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 16,5 EUR

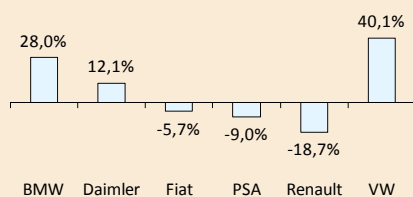
Renault (Francie)

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 21,8 EUR

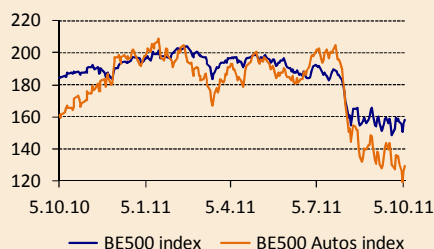
Volkswagen – pref. (Německo)

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 149,0 EUR

Potenciál k cílovým cenám



Vývoj indexů BE500 a BE500 auto



Cílové ceny

[€]	Cena tržní	Cena cíl.	Rozdíl	Doporučení	Minulá doporučení	
					Cena cíl.	Doporučení
BMW	53,0	67,8	28,0%	Koupit	48,7	Koupit
Daimler	35,4	39,6	12,1%	Akumulovat	38,2	Prodat
Fiat	4,5	4,3	-5,7%	Prodat	*8,5	Držet
PSA	18,2	16,5	-9,0%	Prodat	24,5	Akumulovat
Renault	26,9	21,8	-18,7%	Prodat	28,9	Prodat
VW	106,4	149,0	40,1%	Koupit	87,9	Koupit

* Fiat pre-demerger (Fiat Group); ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus, a.s.
Ceny fixované k závěru obchodního dne 10. října 2011

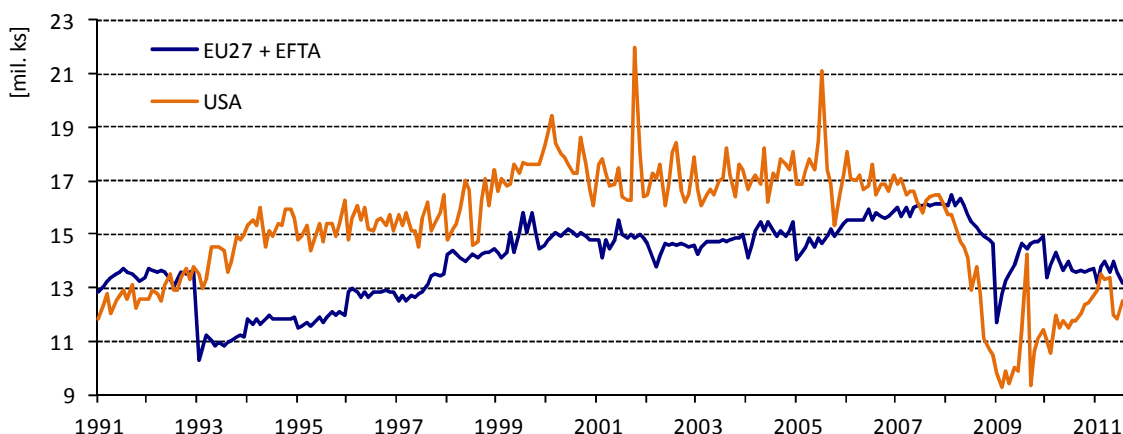
- Evropský trh, který je vybraným automobilkám trhem domácím a zatím stále nejdůležitějším, se po krizi z let 2008/2009 zotavuje pomaleji, než jaký byl původní výhled. Zatěžuje jej zhoršený výhled pro růst světových ekonomik, eurozónu nevyjímaje. Jižní Evropa bude do vyřešení fiskálních problémů podléhat riziku nižších prodejů a očekáváme buď stagnaci v tomto regionu, nebo mírný pokles prodaných vozů. Protiváhou bude pro automobilky Německo a případně Francie po zotavení po ukončení šrotovného. Za nejpravděpodobnější variantu považujeme pokles prodejnosti osobních vozů v Evropě v roce 2011 o 1,6% na 13,6 mil. vozů (EU27+EFTA). V roce 2012 pak předpokládáme, že trh bude klesat již mírnějším tempem (-1,1%) a teprve v roce 2013 může dojít k růstu prodejnosti (o 2,1% na 13,7 mil. vozů).
- Růst prodejů v USA bude do dalšího roku až dvou oslaben především dvěma faktory. Zkrocení vysoké nezaměstnanosti (9,1%) zabere patrně delší čas a vyžádá si větší množství prostředků a bude odvislé od fiskální politiky Spojených států. Ani ekonomický růst není aktuálně vysoký a výhledy byly revidovány směrem dolů. Náš pohled na budoucí prodejnost v USA tedy musí být značně strjdmý. Po loňských růstech o 11% na 11,7 mil. vozů předpokládáme na rok 2012 slabší růst prodejů na U.S. trhu o 6,3% na 12,5 mil. vozů a o dalších 5,5% na 13,2 mil. vozů v roce 2013.
- Čínský trh si v současné době prochází obdobím ochlazování přehřáté ekonomiky. Zvyšování sazeb centrální banky, požadavky na vyšší bankovní rezervy, snížení a změna dotací na nákup nového vozu či infrastruktura, která se při prudce rostoucím počtu vozů stává nedostatečnou, to všechno jsou důvody zmírnění meziročních nárůstů prodejnosti vozů v Číně. Přesto však zůstáváme v delším horizontu na tento trh značně optimističtí. Růst prodejů dosáhne podle našeho předpokladu 5,4% v tomto roce, 10,2% v roce 2012 a 17,7% v roce 2013.
- Japonské zemětřesení se nakonec podepsalo na prodejnosti vozů jen krátkodobě a většina automobilek byla schopna si s výpadky výroby poradit prodloužením pracovní doby v následujících týdnech nebo přešli (tam kde to šlo) na alternativní dodavatele autodílů. Dopad tak byl pozorovatelný spíše výběrově u některých automobilek či jen některých modelů vozů.
- Do ocenění výrobců se promítlo především pomyslné rozdělení Evropy na „sever“ a „jih“, zdravá ekonomika Německa, rostoucí tržní podíly evropských výrobců v USA a silné poměrové ukazatele německých firem. Výsledné ocenění vychází ze srovnávací analýzy poměrových ukazatelů EV/EBITDA a P/E jednotlivých společností. Na základě znalosti specifíků jednotlivých výrobců je ocenění upraveno o započtení diskontu či prémie v odpovídající výši. Doporučení „Koupit“ dáváme akciím BMW a VW, „Akumulovat“ akciím Daimler a „Prodat“ pro akcie Fiat, PSA, Renault.

ŠROTOVNÉ A EVROPSKÝ TRH

Diskutabilní šrotovné, resp. státní incentivy směřované kupujícím nových vozů zaváděné ve velkém rozsahu od roku 2009, ve svém důsledku velmi pokřivily trh s novými i ojetými vozy. Zatímco ten druhý pro účely našich predikcí pomíjíme, pokřivení trhu s novými osobními auty mělo na predikování prodejnosti automobilů zásadní vliv. Zvýhodnění nákupu posunulo poptávku jak z roku 2010 do roku 2009 tak i následně v dalším, prodlouženém cyklu šrotovného v některých zemích z roku 2011 do roku 2010. Nejlépe je tento efekt patrný na letošních prodejích ve Španělsku, Portugalsku, Anglii a Francii. Změny prodeje zaznamenaly tyto země na úrovních -22%, -22%, -6% a +0,4%.

Fakt, že program šrotovného byl prodloužen v některých zemích až v průběhu roku (např. ve Francii), zčásti pozitivně poznamenal množství prodaných vozů za minulý rok (2010) v EU27 + EFTA. Ten dosáhl konečného počtu 13,794 mil. ks automobilů, přesto však šlo o meziroční pokles -5,0 %.

Měsíční prodeje EU27 + EFTA a USA, sezónně očištěno



ZDROJ: WardsAuto, ACEA, Cyrrus, a.s.

Ve druhém pololetí roku minulého a prvním pololetí roku 2011 je také patrný další jev. Jde o pomyslné dělení Evropy z hlediska síly poptávky a prodejnosti na severní a jižní region. Zatímco severní region vykazuje buď rostoucí, nebo přinejmenším neslábnoucí sílu poptávky po nových vozech, jižní ztrácí dech. Vysvětlení najdeme z podstatné části ve slabé spotřebitelské důvěře zákazníků ze zemí postižených evropskou dluhovou krizí. V obavách o celkovou ekonomickou situaci země odkládají nákup zbytečného zboží, jakým automobil bezesporu je, na pozdější dobu. V těchto zemích, jmenovitě Itálie, Španělsko, Řecko, Portugalsko, je zvýšená pravděpodobnost škrťů ve státních výdajích, což se dotkne velkého počtu státních zaměstnanců přímo, prakticky na všechny spotřebitele však bude mít nakonec nová fiskální politika krátkodobě negativní dopad.

Složení prodeje osobních aut v EU27 + EFTA

[mil. ks]	Náhrady	Populace	Cyklická	Celkem
2009	12,05	0,98	1,50	14,52
2010	8,81	0,67	4,31	13,79
2011e	9,90	0,67	3,01	13,57
2012e	9,91	0,65	2,87	13,43
2013e	9,91	0,67	3,13	13,71
2014e	9,92	0,68	3,52	14,12

ZDROJ: ACEA, Cyrrus, a.s.

Ze zmíněných jižních zemí mají největší podíl na evropských prodejkách Itálie a Španělsko (dohromady cca 20%). Podstatnější podíl mají země „severní“ Evropy, v pojetí pomyslného severu však uvažujeme už i Německo a Francii. Tyto země se podílí na celkových prodejkách osobních vozů v Evropě cca 40%. Zvláště proto je pro výrobce automobilů důležité, že se zde prodává buď meziročně stálý počet vozů (Francie +0,4% Leden-Srpen 2011) nebo dokonce výrazně roste (Německo +11,2%, Leden-Srpen 2011). Roli zde hrají poměrně zdravé ekonomiky obou zemí, kde například v Německu i přes všechny problémy v eurozóně klesá nezaměstnanost a HDP roste velice slušným tempem (v jednotlivých kvartálech i nad 4% ročně, SAAR).

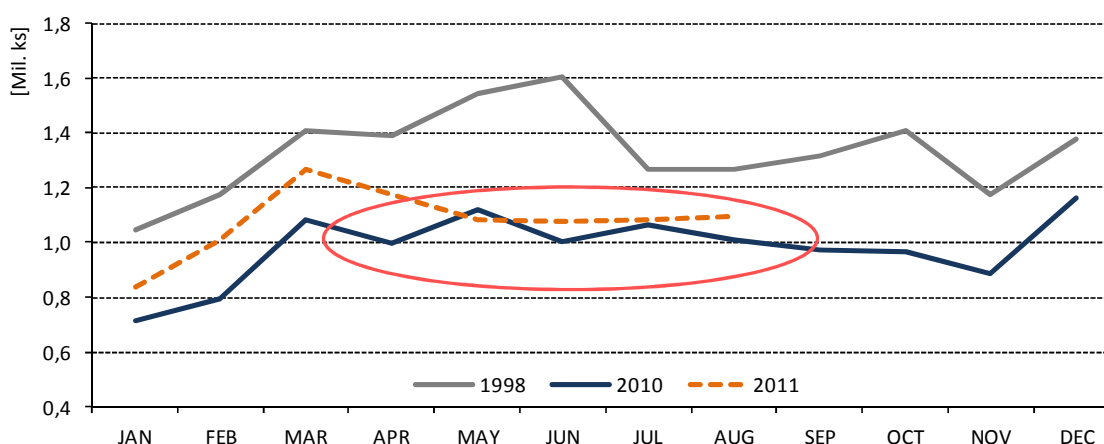
ZOTAVENÍ NEJDŘÍVE V ROCE 2013

V letošním roce na základě výše zmíněného ještě nemůžeme očekávat zotavení evropského trhu s automobily. Za nejpravděpodobnější variantu považujeme pokles prodejnosti osobních vozů o 1,6% na 13,6 mil. vozů (EU27+EFTA). V roce 2012 pak předpokládáme, že trh bude klesat již mírnějším tempem (-1,1%) a teprve v roce 2013 může dojít k růstu prodejnosti (o 2,1% na 13,7 mil. vozů). Hlavním důvodem je zhoršený výhled pro eurozónu jako celek (snižování odhadů růstu HDP zejména na podkladu závazku ke škrtům a snižování deficitu HDP v jižní Evropě). Největším tahounem prodejů bude „severní“ část Evropy. Jižní Evropa bude do vyřešení fiskálních problémů podléhat riziku nižších prodejů a očekáváme buď stagnaci v tomto regionu, nebo mírný pokles prodaných vozů.

USA – POČET NÁHRAD POD OČEKÁVÁNÍ

Propad prodejů v průběhu krize let 2008/2009 byl v Americe velmi prudký a poměrně dobře jej vyrovnaly silné nákupy v roce 2010 (+11,1% YoY, 11,8 mil. vozů). Přesto nedosáhly na naše původní odhady, které jsme nastavili na 12,4 mil. vozů. Rozdíl je daný především nižším růstem HDP USA oproti předpokladům, spotřebitelé také v menší míře nahrazovali ojeté vozy novými a tato složka prodejů (renovace vozového parku) dokonce oslabila. Americký spotřebitel tak při obnovení důvěry v ekonomický růst a uklidnění situace evidentně nevyužil nízkých cen k nákupu nového vozu v takové míře, v jaké jsme my a v určité míře také trh sám, očekávali.

Sezónnost prodejů v USA (roky 1998, 2010 a 2011)



ZDROJ: WardsAuto, Cyrrus, a.s.

Na slabý nákupní apetit v USA se dá usoudit také ze sezónního srovnání prodejů automobilů v letech 1998 (vzor sezónnosti), 2010 a 2011. zatímco v roce 2010 ještě poptávka poměrně dobře následovala sezónní charakter, letos tomu už tak nebylo a v jarních měsících, kdy poptávka typicky posiluje, oslabila na velmi nízké úrovni.

Zčásti se do pokřivení sezónního vývoje promítly nedostatky autodílů po březnovém zemětřesení v Japonsku, zotavení však v pozdějších měsících nepřišlo a usuzujeme proto na celkově špatný stav prodejnosti v sektoru.

KOMBINACE NEZAMĚSTNANOSTI A SLABÉHO RŮSTU EKONOMIKY

Odkládání nákupů na pozdější dobu v horizontu jednoho roku ale i více let může podle našeho názoru přetrvat. Důvod vidíme v celkové ekonomické situaci USA dneška a dvou hlavních faktorech, které ji ovlivňují.

Prvním je nezaměstnanost. Zatímco ještě v roce 2010 byla vysoká nezaměstnanost v USA (9,4-9,8%) považována za problém řešitelný v relativně krátkodobém horizontu, dnes je zřejmé, že k jejímu snížení pod 9% bude zapotřebí buď delšího období nebo výraznějších fiskálních stimulů či zákonných opatření. Ani jedna varianta však nedá americkým nezaměstnaným občanům naději na získání práce v takovém horizontu, aby se jejich koupěschopnost promítla do výraznějšího růstu prodaných vozů v USA.

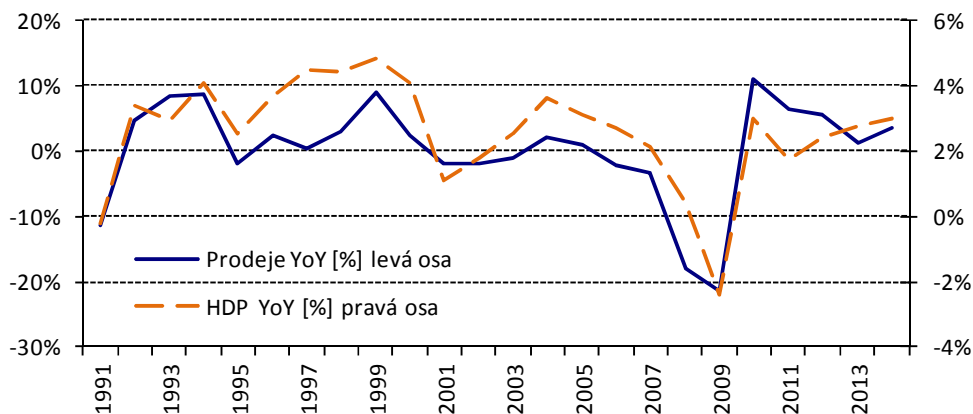
Složení prodejů osobních aut v USA

[mil. ks]	Náhrady	Populace	Cyklická	Celkem
2009	10,96	2,20	-2,56	10,60
2010	10,61	2,34	-4,68	8,26
2011e	10,38	2,33	-0,20	12,51
2012e	10,34	2,36	0,50	13,20
2013e	10,33	2,38	0,65	13,36
2014e	10,32	2,40	1,11	13,84

ZDROJ: WardsAuto, Cyrrus, a.s.

Druhý faktor je ekonomický růst USA. Zatímco ještě minulý rok i koncem roku 2010 byl výhled pro růst HDP USA převážně optimistický (kolem 3% dle jedn. odhadů), dnes musíme započítat odhady růstu znatelně nižší, a to v rozmezí 1,6% až 2,5% na roky 2011-2013. A růst HDP v 1H2011 nedosáhl ani na 1%. Pro sérii snižování odhadů je přitom společný jeden hlavní zdroj. Tím jsou obavy o platební schopnost rozvinutých světových ekonomik, počínaje Řeckem a USA nevyjímaje. Snížení ratingu dluhopisů USA agenturou S&P letos v srpnu potvrdilo, že po kongresových debatách o navýšení dluhového stropu je v ohrožení i platební morálka nejdůvěryhodnějšího dlužníka na světě.

Meziroční změny prodejů a HDP USA včetně predikce



ZDROJ: Bloomberg, WardsAuto, Cyrrus, a.s.

Z výše uvedeného je zřejmé, že náš pohled na budoucí prodejnost v USA musí být značně střídavý. Po loňských růstech o 11% na 11,7 mil. vozů předpokládáme na rok 2012 slabší růst prodeje na U.S. trhu o 6,3% na 12,5 mil. vozů a o dalších 5,5% na 13,2 mil. vozů v roce 2013.

JAPONSKÉ ZEMĚTŘESENÍ

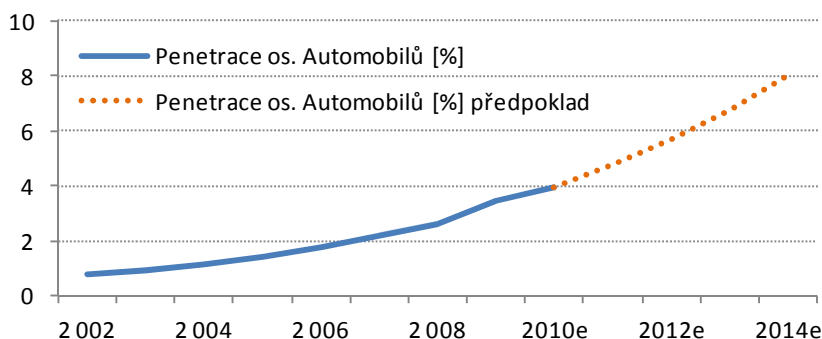
Na letošních prodeích se jen mírně podepíše nedostatek autodílů od japonských dodavatelů, který postihl výrobce ve druhém a zčásti i třetím kvartále. Mnozí japonští dodavatelé byli výrazně postiženi zemětřesením v březnu, příkladem může být spol. Hitachi. Ta posléze nebyla schopna zásobovat závod v Portugalsku na výrobu dieselových motorů pro automobily Peugeot.

Výraznější dopad na prodejnost v rámci Evropy a USA jsme však nezaznamenali, výrobci si vcelku dobře poradili dočasným přechodem na jiné dodavatele. V nejhroších případech, kdy došlo k přerušení výroby, pozměnili produkční schémata a objem doplnili v následujících týdnech. Bez zajímavosti není fakt, že někteří výrobci v Evropě (např. Hyundai, Kia) nebyli výpadkem postiženi prakticky vůbec (dle vyjádření zástupců společností).

ČÍNA

Stále velmi specifický trh. Nízká penetrace automobilů je hlavním hnacím motorem pro stabilní nebo rostoucí poptávku především po osobních automobilech i přes komplikace zmíněné níže. Hlad po vlastním automobilu je u čínské populace mnohdy silnější, než racionální úvahy o jeho efektivním využití.

Nasycení čínského trhu osobními automobily



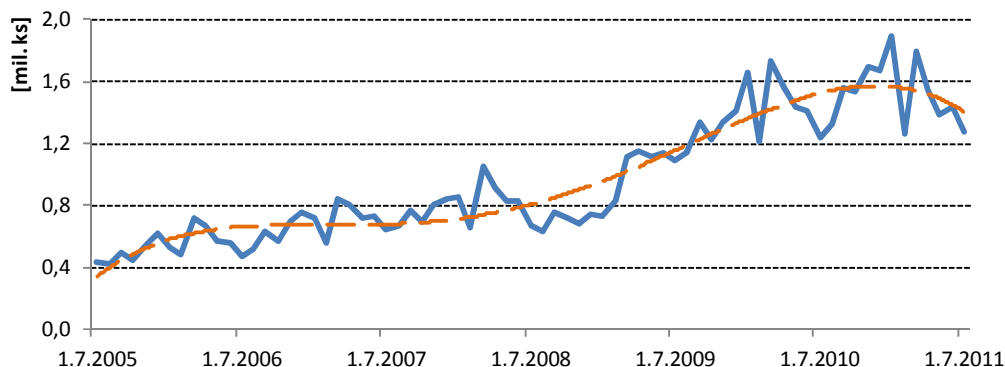
ZDROJ: NBS China, Bloomberg, Cyrrus, a.s.

2011 VS. 2010 – VYŠŠÍ INFLACE, NIŽŠÍ DOTACE

Vládní podpory v letech 2009 a 2010 vyhnaly růst prodejnosti automobilů do téměř magických čísel (61,4%, resp. 35,2% YoY). Jinak je tomu letos. Růst prodejnosti slábne a vypadá to, že se poptávka dočasně stabilizovala na hodnotách mezi 1,2 a 1,6 mil. ks. Hlavními faktory pro zpomalení poptávky jsou:

- vládní opatření na zpomalení ekonomického růstu Číny a s tím související obavy spotřebitelů
- dotace na automobily od letošního roku směřují převážně směrem k výrobcům, a to převážně na hybridní vozy a EV
- infrastruktura není budována patřičným tempem

Měsíční prodeje vozů v Číně v absolutním vyjádření

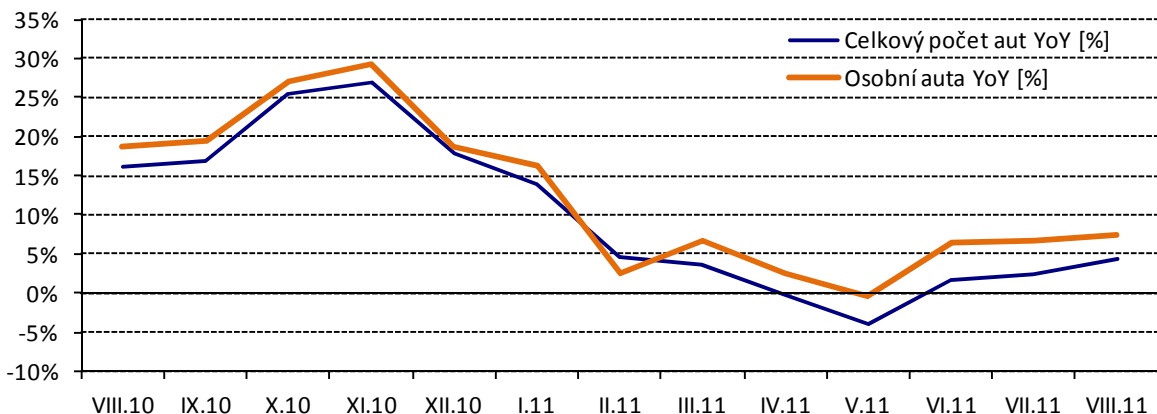


ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus, a.s.

Mezi vládní opatření patří zvyšování sazeb Bank of China a přísnější požadavky na bankovní rezervy. Čína tak reguluje vysokou inflaci, která od roku 2009 vytrvale roste a ve 3Q 2011 přesáhla hranici 6% (YoY). V případě vysoké inflace se dají předpokládat další opatření směrem k utlumení ekonomického růstu a s tím související snížená produkce v automobilovém průmyslu. V boji proti inflaci však přesto najdeme i jedno pozitivum pro podporu prodejnosti automobilů. Čínská vláda totiž v zájmu snížení růstu spotřebitelských cen před pár dny překročila ke snížení cen pohonných hmot. To bylo možné díky nižší ceně ropy na komoditním trhu.

Co se týče finančních podpor – ty první měly podobu příspěvků na nákup nového vozu pro konečného zákazníka za splnění určitých podmínek (výměna staršího vozu nebo nákup malého vozu). Nyní již zůstává podpora pouze pro hybridní a elektrické vozy, ve výši 400 USD pro zákazníka, k výrobci směřuje až 8000 USD. Vládní podpora tak po čase vypršela a poptávka je od ní očištěna, jinými slovy oslabena. Podle našich předpokladů mohl činit rozdíl mezi poptávkou bez a včetně započtení incentív až 2,8 mil. vozů. Tento rozdíl býval příčinou rozdílu v meziročním růstu cca 15 proc. b. a v dalších letech (nejen) proto podle našeho názoru růst přes 30% nemůžeme očekávat.

Meziroční změny prodejnosti automobilů v Číně



ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus,a.s.

Nedostatečná infrastruktura pak již loni přinutila některá velká města k omezení počtu vydávaných registračních značek. V Pekingu bude revidován počet vydávaných značek na roční bázi, podle oficiálního vyjádření však zůstane poměr 88% osobní auta (soukromně vlastněná), 10% veřejná doprava a 2% komerční vozy.

Na rok 2011 je určen limit 240 tis. vozů, tedy 2/3 loňského počtu. Počet aut v Pekingu vzrostl během 5 let na 2 mil. vozů (2,6 mil. v roce 2005 a 4,7 mil. vozů v roce 2010). Město se potýká s dopravními komplikacemi, které jsou srovnatelné s těmi v Mexico city a jsou hodnoceny jako jedny z nejhorších na světě.

AUTOMOBIL JAKO PRESTIŽ

I přes zmíněná rizika dalšího růstu prodejnosti automobilů v Číně jsou zde fakta, která poukazují na neslábnoucí poptávku u osobních vozů. Poptávku po nich udržuje na relativně dobrých hodnotách fakt, že automobil začal v Číně patřit k prezentaci sociálního statutu a nedosahuje na něj v takové míře riziko nedostatečné infrastruktury. Se zvyšující se životní úrovní klesá také význam státních podpor. Divergence, která je v meziročních nárůstech patrná od března 2011 mezi celkovým počtem aut (včetně započtení nákladních vozů a dodávek) a osobními automobily, se podle našeho názoru může časem srovnat, přičemž předpokládáme, že osobní auta budou i nadále tahounem průmyslu.

Celkově tak hodnotíme rizika pro prodeje automobilů v Číně v krátkém horizontu jako vyrovnaná s tendencí spotřebitelů v nákupu (osobních) automobilů pokračovat aktuálním nebo mírně rychlejším tempem a meziroční růst letos odhadujeme na 5,4%, v dalším roce (2012) pak na 10,2%.

SLÁBNOUCÍ ČÍNA A POMALÉ ZOTAVENÍ V EVROPĚ

Celková predikce prodejů na hlavních světových trzích pak vychází z výše zmíněných důvodů. Předpokládáme, že Evropský trh bude ještě příští rok klesat a zotavení bude velmi pomalé. Americký trh zaznamená snížení růstu prodejnosti, zatímco Čínský trh bude letos a příští rok růst pomaleji, než jak jsme byli zvyklí a bude muset vyřešit aktuálně bolavá témata chlazení ekonomického růstu a špatné infrastruktury, v delším horizontu má však podle nás díky silné poptávce a rostoucí životní úrovni naději na opětovně silný růst.

Predikce prodejů na hlavních světových trzích

[%], [tis. ks]	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Evropa	16 003	14 740	14 489	13 794	13 574	13 425	13 708	14 123
		-7,9%	-1,7%	-4,8%	-1,6%	-1,1%	2,1%	3,0%
USA	16 460	13 493	10 601	11 772	12 508	13 195	13 364	13 836
		-18,0%	-21,4%	11,0%	6,3%	5,5%	1,3%	3,5%
Čína	8 785	9 363	13 622	18 417	19 420	21 408	25 189	29 462
		6,6%	45,5%	35,2%	5,4%	10,2%	17,7%	17,0%

ZDROJ: CSM, WardsAuto, ACEA, Cyrrus, a.s.

VÍTĚZNÉ TAŽENÍ NĚMECKÝCH VÝROBCŮ

Nejlépe lze rozdíl v postavení automobilek pozorovat na domácím, tedy evropském trhu. Velmi dobře jde vidět dříve zmíněný efekt ukončení šrotovného v Evropě na jednotlivých výrobcích. Jejich hlavními trhy jsou vždy trhy domácí a od nich se jejich podíl také největší měrou odvíjí. Po ukončení šrotovného ve Francii ke konci roku 2010 se proto prudce propadl tržní podíl PSA a Renaultu v důsledku oslabení pozice na francouzském trhu. Taktéž Fiat nadále oslaboval. Podíly BMW, Daimleru a VW však ve stejném období rostly stejně nebo i rychleji než mezi lety 2009/2010.

Podíl jednotlivých výrobců na evropském trhu včetně predikce

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	5,6%	5,9%	5,3%	5,7%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%
Daimler	4,9%	5,0%	4,3%	4,6%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%
Fiat	9,6%	9,5%	8,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,8%
PSA	14,6%	14,5%	15,1%	15,9%	15,1%	14,4%	14,4%	14,4%
Renault	10,1%	10,2%	10,6%	11,9%	11,2%	10,8%	10,8%	10,8%
VW	24,1%	25,6%	24,1%	26,1%	28,3%	28,3%	28,3%	28,3%

ZDROJ: Cyrrus, a.s.

Predikci na letošní rok můžeme částečně odvodit z již známých prodejů a tržních podílů za prvních osm měsíců roku 2011. V období leden-srpen si na tržním podílu významně polepšili VW (23,2% vs. 21,4% 2010), BMW (5,8% vs. 5,2% 2010) a Daimler (4,9% vs. 4,7% 2010). Naopak ztrátu tržního podílu utrpěli PSA (12,9% vs. 13,7% 2010), Renault (9,4% vs. 10,4% 2010) a Fiat (7,3% vs. 8,2% 2010). Po minulých letech růst ztrácí nebo oslabil u mnoha asijských výrobců, to je patrné zejména u Toyoty (-9,3%), kde se však mohly z velké části promítnout důsledky zemětřesení z Japonsku.

Pohyby v letošním roce potvrzují trend nastolený v roce 2010, resp. na přelomu let 2010/2011 a předpokládáme, že jeho zlomení bude trvat minimálně do konce roku 2012.

Také v USA je situace ku prospěchu německých firem. Výrobci, kteří zde působí, dosáhli na zvýšení tržního podílu. Letos je již poměrně dobře patrné rozložení sil mezi konkurenty. I zde rostou prodeje nejrychleji evropským automobilkám (v pořadí VW, BMW, Daimler) průměrným tempem 16,3% (leden-září 2011 YoY), hned v závěsu jsou domácí hráči (v pořadí Chrysler, GM, Ford) s tempem 15,8%. I zde nastalo výrazné zpomalení u asijských konkurentů, a to na 4,0% YoY.

Podíl jednotlivých výrobců na U.S. trhu včetně predikce

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	2,04%	2,25%	2,28%	2,26%	2,30%	2,35%	2,40%	2,40%
Daimler	1,54%	1,86%	1,91%	1,87%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
VW	2,00%	2,33%	2,81%	3,06%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%

ZDROJ: Cyrrus, a.s.

Domníváme se, že rozložení sil zůstane v dalších letech velmi podobné. Z dlouhodobého hlediska domácí výrobci spíše ztrácí tržní podíl, případně krátkodobé výkyvy k silnějšímu postavení na trhu tak budou srovnané dlouhodobým trendem celkově menší konkurenceschopnosti. Jedinou výjimkou z evropských automobilek je podle našeho názoru BMW, které je se svými novými modely řady 3 a řady X3 velmi úspěšné a získává si u spotřebitelů oblibu.

Jak již bylo řečeno, čínský trh je stále velmi specifický. Tržní podíl evropské automobilky minulý rok získaly a můžeme předpokládat ještě s poměrně velkou pravděpodobností jejich posílení i v tomto roce. Na další roky je však situace již hůře

predikovatelná. Konkurenční prostředí se v Číně dokáže poměrně rychle měnit, vláda má například nástroje, jak přinutit zahraniční výrobce k výrobě čistě čínských vozů, které jim pak mohou odčerpávat výhodu vyšších marží na vlastních značkách. V letech 2012-2014 proto uvažujeme tržní podíly neměnné.

TRŽBY

Do výsledných tržeb se promítly především následující faktory. Rozvedli jsme je v předchozí části analýzy, zde je shrneme, abychom lépe osvětlili údaje v tabulce tržeb.

- Z Evropy, která je aktuálně pod tlakem, vyniká německý trh (+11,2% YoY za leden-srpen 2011)
- Zároveň němečtí výrobci získali větší konkurenceschopnost během posledních dvou let
- znovu (krátkodobě) roste zájem o luxusní automobily
- v USA získávají němečtí výrobci tržní podíl

Tržby sledovaných automobilek včetně predikce (2006-2014e)

[mil.Eur]	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	CAGR 07-14e	CAGR 09-14e
BMW	49 000	56 000 14,3%	53 200 -5,0%	50 681 -4,7%	60 477 19,3%	67 915 12,3%	72 037 6,1%	76 818 6,6%	83 066 8,1%	7,7%	6,9%
Daimler	96 308	99 399 3,2%	95 873 -3,5%	78 924 -17,7%	97 761 23,9%	108 204 10,7%	112 687 4,1%	117 411 4,2%	123 497 5,2%	4,3%	4,5%
Fiat SpA				32 684	35 880 9,8%	37 968 5,8%	40 027 5,4%	43 407 8,4%	47 729 10,0%		7,9%
PSA	56 594	60 613 7,1%	54 356 -10,3%	48 471 -10,8%	56 061 15,7%	56 474 0,7%	57 531 1,9%	61 486 6,9%	66 110 7,5%	3,3%	5,4%
Renault	41 528	40 682 -2,0%	37 791 -7,1%	33 712 -10,8%	38 971 15,6%	40 548 4,0%	42 395 4,6%	46 084 8,7%	43 690 -5,2%	2,4%	2,5%
VW	104 875	108 897 3,8%	113 808 4,5%	105 187 -7,6%	126 874 20,6%	144 601 14,0%	151 249 4,6%	161 365 6,7%	173 877 7,8%	7,3%	6,3%

ZDROJ: Výroční zprávy, Cyrrus, a.s.
2006-2008 Fiat Group pre-demerger, data zpětně za Fiat SpA firma neuvádí

Navážeme-li na tyto hlavní body, pak je logické, že automobilkám BMW, Daimler a VW porostou podle našich předpokladů tržby nejrychleji v letech 2011-2012. Zotavení u ostatních výrobců zabere nějaký čas. Francouzští výrobci PSA a Renault se podle našeho předpokladu mohou docela rychle zvednout již v roce 2013 a díky svému modelovému portfoliu (zde spíše Renault než-li Peugeot) dohnat aktuální náskok předchozích třech jmenovaných. U Fiatu se dá očekávat růst od roku 2011 také.

OCENĚNÍ VČETNĚ ZAPOČTENÍ SPECIFIK JEDNOTLIVÝCH VÝROBCŮ, URČENÍ DISKONTU ČI PRÉMIE K OCENĚNÍ

Také na poměrových ukazatelích se projevuje náskok německých výrobců oproti zbytku sektoru. Velmi žádanými se v poslední době staly akcie BMW, VW a Daimleru. Roli zde hrála vysoká poptávka po luxusních vozech, dobré prodejní výsledky a samotný fakt, že zdravý domácí trh těmto výrobcům umožnil udržet si meziroční růst prodejů na velmi slušných úrovních. Atraktivita akcií prodejců luxusních vozů jako jsou BMW a Daimler se však podle našeho názoru časem vytratí, jejich aktuální sílu na trhu vidíme jako dočasnou a to se také promítlo ve srovnání s konkurenty v dalších letech na poměrových ukazatelích EV/EBITDA a P/E. Přednost na trhu podle našeho názoru dostane tradiční střední nebo vyšší střední třída automobilů a šanci na získání svého ztraceného podílu tak dostanou i ostatní výrobci, jmenovitě PSA, Renault či Fiat. Volkswagen je šíří svého modelového portfolia zařaditelný do obou těchto kategorií a z této výhody těží a bude těžit i v budoucnu.

O mnoho lépe je mezi dvěma zmíněnými německými výrobci luxusních vozidel z pohledu ukazatelů situováno BMW. Marže čistého zisku i marže EBITDA jsou u tohoto výrobce nejvyšší a vysoko nad mediánem. Sama společnost si ponechává vysoké guidance marží na další roky. Marže Daimleru se oproti tomu drží poblíž mediánu. Výhodu má nyní BMW také v lepším zhodnocení vlastního kapitálu a rentabilitě aktiv. Relativně k Daimleru se tato výhoda dle naší predikce v čase vytrácí, přesto budou oba výrobci schopni zhodnotit kapitál v budoucnu lépe oproti mediánu sektoru. Akcie BMW se aktuálně obchodují jen s mírnou premií proti mediánu EV/EBITDA, vyšší premie je pak pozorovatelná na poměrovém ukazateli P/E. Obě automobilky těží z kombinace aktuálně silné poptávky na domácím trhu, konkurenceschopnosti a poptávce po luxusních vozidlech.

BMW již nemá tak jako minulý rok oproti mediánu sektoru tak velký náskok v maržích. Podle poměrových ukazatelů zůstává do budoucna předpokladem mírná premie. Mnohem lepší je však v meziročním srovnání rentabilita vlastního kapitálu, která odskočila výše nad medián, o něco lépe si BMW vede také v rentabilitě aktiv ROA. Obojí při menším zadlužení než loni. V minulé analýze jsme BMW přisoudili premii 20%. Díky lepší situaci zvyšujeme premii na 30%.

Daimler je dnes obchodován s premií nižší než loni, ta vychází nižší také do budoucna. Marže EBITDA je nižší a blíže mediánu, přesto zůstává nad ním. Čistá marže se již víceméně mediánu bude blížit, loni byla ve srovnání se sektorem o něco vyšší. Daimler podle našich předpokladů zvýší oproti loňsku rentabilitu aktiv i vlastního kapitálu do dalších let, obojí při nižším zadlužení než loni a zároveň nižším zadlužením oproti mediánu sektoru. Minule jsme akciím přisoudili premii +20% a zůstáváme u ní.

Poměrové ukazatele EV/EBITDA a P/E

EV/EBITDA						P/E					
	2010	2011e	2012e	2013e	2014e		2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	5,88	5,66	5,59	5,50	5,09	BMW	10,52	6,66	6,72	6,79	6,28
prémie / diskont	3%	3%	3%	6%	6%	prémie / diskont	38%	14%	20%	35%	36%
Daimler	7,89	6,46	5,96	5,72	5,43	Daimler	8,38	6,47	6,21	5,96	5,67
prémie / diskont	38%	18%	10%	11%	13%	prémie / diskont	10%	10%	11%	19%	23%
Fiat	5,92	4,82	4,32	3,77	3,26	Fiat	30,67	10,15	7,22	5,33	4,84
prémie / diskont	4%	-12%	-20%	-27%	-32%	prémie / diskont	303%	73%	29%	6%	5%
PSA	5,50	5,32	5,22	4,78	4,39	PSA	3,75	3,60	3,11	2,69	2,25
prémie / diskont	-4%	-3%	-3%	-8%	-8%	prémie / diskont	-51%	-39%	-45%	-46%	-51%
Renault	4,93	7,71	7,37	6,78	7,15	Renault	2,33	4,04	3,39	2,82	2,88
prémie / diskont	-14%	40%	36%	31%	49%	prémie / diskont	-69%	-31%	-40%	-44%	-37%
VW	5,52	5,23	5,17	4,84	4,50	VW	6,85	5,25	5,02	4,70	4,36
prémie / diskont	-3%	-5%	-4%	-6%	-6%	prémie / diskont	-10%	-10%	-11%	-6%	-5%
Medián	5,70	5,49	5,40	5,17	4,79	Medián	7,62	5,86	5,61	5,01	4,60

ZDROJ: Výroční zprávy, Cyrrus, a.s.

Fiatu se v Evropě poslední dobou nedaří. Od roku 2010, který byl prvním rokem v Itálii po ukončení šrotovného, se prodeje Fiatu propadají víceméně stabilním tempem mezi 12-17% YoY. Nejen ztráta pozice v Evropě však trápí tuto automobilku. Fiat je tradičně velmi dobře zavedená značka v Jižní Americe, jmenovitě v Brazílii. Zatímco do roku 2009 se značka dařilo držet tempo s ostatními konkurenty nebo jej i překonat, rok 2010 a letošní rok jsou ve znamení odsunu Fiatu do pozadí zájmu zákazníků. Fiat tak trpí na obou svých hlavních trzích. Fiat nedosahuje dobrých marží, ty jsou hluboce pod mediánem sektoru. Slabá je rentabilita aktiv i vlastního kapitálu, obojí při vyšším zadlužení. Do budoucna by se však rentabilita mohla zvýšit. Potenciál u Fiatu vidíme především v modelové řadě malých aut, která by podle nás měla začít zvyšovat podíl na trhu nejpozději od roku 2012. Případné zotavení prodeje v Jižní Americe by automobilce také výrazně pomohlo.

Fiat se loni obchodoval s diskontem 22% podle ukazatele EV/EBITDA, dnes se obchoduje smírnou premií 4%. O dost horší je předpoklad čisté marže na další roky. Ta dosáhne podle aktuálních předpokladů max. 2,5% zatímco medián bude do dalších let růst až k 6,0%. Poměrně dobré rentability dosahoval Fiat loni, letos je tomu jinak a museli jsme revidovat i předpoklady do budoucna. V souvislosti se stejným zadlužením tak jde o další negativní faktor v meziočném srovnání. Loni jsme Fiatu nepřisoudili žádný diskont, situace se však značně zhoršila a přisuzujeme proto diskont na úrovni 20%.

Peugeot je společností, která podle našeho názoru nemá kýžené momentum vývoje prodejnosti. To se týká například performance na domácím trhu, kde se PSA vyloženě „svezlo“ na státních dotacích a po jejich ukončení nastaly prudké propady poptávky po jeho vozech. Určité komplikace se u Peugeotu objevily po zemětřesení v Japonsku. Tržní podíl automobilky v Evropě nadále klesá a potenciál v Číně není schopný využít. Na tyto neuhy jsme upozorňovali již v našem minulém vydání analýzy automobilového sektoru. Firmu podhodnocuje též menší schopnost zhodnotit vlastní kapitál i aktiva (ROE i ROA pod mediánem), a to při zadlužení nad mediánem. Ve spojení s nízkými maržemi (jedny z nejnižších marží v sektoru) jde o poměrně velké množství nedostatků, které ve výsledku opodstatňují diskontovanou cenu těchto akcií. Je zřejmé, že investoři jsou si těchto nedostatků vědomi. Titul se však vůči mediánu obchoduje s již poměrně velkým diskontem podle ukazatele P/E a s mírným diskontem podle ukazatele EV/EBITDA. Oporou prodeje Peugeotu je působnost v Jižní Americe, kde dosáhl meziočně (2010/2009) 28% nárůstu prodeje. Srovnat případné propady ve Francii mu pomáhá také střední Evropa.

PSA se loni obchodovalo s premií, nyní je obchodováno s diskontem vůči mediánu a tento diskont se bude podle našeho modelu prohlubovat podobně jako loni. Marže

EBITDA i čistá marže od posledního roku nezaznamenaly větších změn, drží se i nadále pod mediánem sektoru, čistá marže se pod něj o něco více propadne do dalších let. Zhoršila se také rentabilita kapitálu a aktiv jak absolutně tak relativně vůči mediánu. Toto negativum je vyrovnáno faktem, že PSA snížilo za poslední rok zadlužení (D/E) z 2,55 na 2,08, relativně je i nadále nad mediánem, jak bylo zmíněno výše. Zůstáváme proto u diskontu 20%, který jsme do ocenění zanesli loni.

Marže							
Marže EBITDA							
	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	20,7%	19,0%	23,7%	22,0%	21,0%	20,0%	20,0%
Daimler	8,7%	1,9%	10,9%	12,0%	12,5%	12,5%	12,5%
Fiat	8,9%	7,7%	7,3%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
PSA	5,7%	3,5%	8,3%	8,5%	8,5%	8,7%	8,8%
Renault	10,4%	1,7%	17,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
VW	13,5%	11,1%	16,2%	15,0%	14,5%	14,5%	14,5%
Medián	9,6%	5,6%	13,5%	11,5%	11,8%	11,8%	11,8%
Marže NET PROFIT							
	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	0,6%	0,4%	5,3%	7,5%	7,0%	6,5%	6,5%
Daimler	1,5%	-3,4%	4,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Fiat	2,9%	-1,1%	0,6%	1,5%	2,0%	2,5%	2,5%
PSA	-0,9%	-2,6%	2,2%	2,2%	2,5%	2,7%	3,0%
Renault	1,6%	-9,1%	9,0%	5,0%	5,7%	6,3%	6,5%
VW	4,1%	0,9%	5,7%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Medián	1,5%	-1,8%	5,1%	5,3%	5,6%	5,9%	6,0%

ZDROJ: Výroční zprávy, Cyrrus,a.s.

Renault si velmi dobře vede na trhu v Jižní Americe, ztrácí ovšem v Evropě. Potenciál zlepšit svou pozici na evropském trhu je podobně omezený jako u domácího souseda PSA. Marže si Renault drží nízkou, v horizontu jednoho až dvou let však předpokládáme jejich navýšení.

Poměrové ukazatele EV/EBITDA a P/E Renaultu se od loňského roku příliš nezměnily. Taktéž marže jsou v relativním srovnání oproti mediánu podobné tomu loňskému, nebudou se však zvedat tak rychle a zotavení přijde podle nového předpokladu až od roku 2013. Pod medián se hlouběji propadla rentabilita kapitálu i aktiv, obojí ovšem při nižším zadlužení. Loni jsme automobilce přičetli prémii 10%, za aktuální situace však tuto prémii nezapočteme a uvažujeme prémii 0%.

Volkswagen je podle ukazatelů EV/EBITDA i P/E obchodován aktuálně pouze s mírným diskontem. Společnost nemůže využívat tak jako Daimler či BMW aktuální růstové vlny poptávky po luxusních vozech, ze své stability však bude těžit v budoucnu. Diskont je pro společnost predikovaný i pro další roky. Odolnost vůči poptávkovým šokům, široké modelové portfolio a relativně rovnoměrné rozložení působnosti napříč světovými trhy je charakteristika společnosti, která dokáže těžit téměř z každé situace. Využití vlastního kapitálu sice není na tak vysoké úrovni jako u jeho domácích sousedů, opodstatňuje jej však nižší zadlužení, které se aktuálně nachází pod mediánem sektoru. Volkswagen má atributy dobře usazené společnosti s vysokým potenciálem využití pozitivních jevů v sektoru a odolností vůči jevům negativním.

Oproti loňskému roku se u VW podstatně zlepšila situace na maržích. Zatímco loni byly marže do budoucna predikovány buď v okolí mediánu (EBITDA) nebo se mediánu stěží přibližovaly (čistá marže), letos se již marže pohybují nad mediánem a do dalších let předpokládáme jejich postupné navýšování. VW by měl v tomto

ohledu nad ostatními výrobci získávat větší náskok. Zlepšila se také rentabilita kapitálu i aktiv. V delším horizontu se sice relativně větší rentabilita vytrácí, VW však udělal v tomto směru pokrok a zároveň snížil zadlužení. Na základě výše uvedeného zvyšujeme prémii z loňských 10% na 20%.

ROE, ROA, D/E, Úrokový štít

ROE						
	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	1,01%	16,17%	22,05%	18,44%	15,92%	15,28%
Daimler	-8,46%	14,86%	16,03%	15,10%	14,39%	13,90%
Fiat	-3,61%	1,74%	4,69%	6,37%	8,28%	8,54%
PSA	-8,83%	9,21%	8,54%	9,26%	9,93%	10,96%
Renault	-16,48%	21,29%	8,84%	9,69%	10,85%	9,81%
VW	2,74%	19,37%	19,42%	17,34%	16,18%	15,37%
Medián	-6,03%	15,52%	12,44%	12,39%	12,62%	12,43%

ROA						
	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
BMW	0,56%	5,02%	7,17%	5,87%	5,20%	4,99%
Daimler	-1,36%	5,65%	6,37%	6,00%	5,72%	5,53%
Fiat	0,76%	0,66%	2,07%	2,90%	3,56%	3,96%
PSA	-2,43%	2,61%	2,47%	2,76%	2,89%	3,11%
Renault	-4,02%	6,10%	4,63%	3,89%	4,00%	3,55%
VW	1,66%	5,89%	5,80%	4,86%	4,53%	4,30%
Medián	-0,40%	5,33%	5,21%	4,37%	4,26%	4,13%

D/E	2008			2009			2010			Úrokový štít		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
BMW	2,98	3,08	2,70	1,64	1,56	6,30	1,64	1,56	6,30	1,64	1,56	6,30
Daimler	1,79	1,83	1,41	5,03	-0,85	5,94	5,03	-0,85	5,94	5,03	-0,85	5,94
Fiat	1,93	2,57	2,49	2,73	1,33	-0,88	2,73	1,33	-0,88	2,73	1,33	-0,88
PSA	2,10	2,55	2,08	-0,62	-2,05	4,68	-0,62	-2,05	4,68	-0,62	-2,05	4,68
Renault	1,54	1,99	1,36	3,62	-4,45	8,80	3,62	-4,45	8,80	3,62	-4,45	8,80
VW	1,86	2,07	1,58	4,83	2,23	5,87	4,83	2,23	5,87	4,83	2,23	5,87
Medián	1,89	2,31	1,83	3,17	0,24	5,91	3,17	0,24	5,91	3,17	0,24	5,91

ZDROJ: Výroční zprávy, Cyrrus,a.s.

Ukazatele jsou fixované k závěru obchodního dne pondělí 10. října 2011.

CÍLOVÉ CENY A DOPORUČENÍ

Výsledná cílová cena každé automobilky je průměrem cílových cen získaných na základě ukazatelů EV/EBITDA a P/E v letech 2012e a 2013e. Každá z cen má ve výpočtu průměru stejnou váhu. Aktuální i cílové ceny jsou zafixované ke konci obchodního dne 10.10.2011.

Cílové ceny						
[€]	Cena tržní	Cena cíl.	Rozdíl	Doporučení	Minulá doporučení	
					Cena cíl.	Doporučení
BMW	53,0	67,8	28,0%	Koupit	48,7	Koupit
Daimler	35,4	39,6	12,1%	Akumulovat	38,2	Prodat
Fiat	4,5	4,3	-5,7%	Prodat	*8,5	Držet
PSA	18,2	16,5	-9,0%	Prodat	24,5	Akumulovat
Renault	26,9	21,8	-18,7%	Prodat	28,9	Prodat
VW	106,4	149,0	40,1%	Koupit	87,9	Koupit

* Fiat pre-demerger (Fiat Group); ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus, a.s.
Ceny fixované k závěru obchodního dne 10. října 2011

U titulu BMW nám vyšla cílová cena 67,8 EUR. To je o 28,0% více, než aktuální tržní cena. Naše doporučení pro akcie BMW proto zní „Koupit“.

Akcie Daimleru jsou na trhu oceněny na úrovni 35,4 EUR. Naše cílová cena 39,6 EUR je o 12,1% výše. Doporučujeme proto akcie Daimleru „Akumulovat“.

U akcií společnosti Fiat nám vyšla cílová cena 4,3 EUR, v porovnání s aktuální cenou jde o -5,7% záporný rozdíl. Doporučením je proto akcie „Prodat“.

Naše cílová cena pro akcie společnosti PSA je 16,5 EUR, to je o 9% méně, než cena na trhu, doporučujeme proto akcie „Prodat“.

Akcie Renault nyní stojí 26,9 EUR. Ve srovnání s naší cílovou cenou 21,8 EUR jde o rozdíl -18,7%. Dáváme proto doporučení „Prodat“.

Pro preferenční akcie společnosti Volkswagen nám vychází cílová cena 149,0 EUR, což je o 40,1% více, než jaká je tržní cena těchto akcií a dáváme proto doporučení „Koupit“.

K cílovým cenám pro úplnost doplňujeme citlivostní analýzu, která zachycuje cílové ceny pro každou automobilku v závislosti na stanoveném diskontu, resp. prémii.

Citlivostní analýza							
Citlivostní analýza							
[€]		BMW	Daimler	Fiat	PSA	Renault	VW
Diskont	-30%	24,3	17,6	3,6	11,7	6,5	69,9
	-20%	29,6	20,9	4,3	16,5	10,7	81,7
	-10%	35,8	24,8	5,0	22,2	15,8	95,6
	0%	43,2	29,4	5,9	28,9	21,8	112,3
Prémie	10%	51,4	34,5	6,9	36,4	28,5	130,7
	20%	59,6	39,6	7,9	43,8	35,1	149,0
	30%	67,8	44,7	8,9	51,2	41,8	167,4

ZDROJ: Cyrrus, a.s.

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

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **11.10.2011**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	6	40,0
Akumulovat	4	26,7
Držet	2	13,3
Prodat	3	20,0

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Tituly ČR: Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl, média
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

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

Portfolio management:

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

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenesे odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Veveří 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

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