

EVROPSKÉ AUTOMOBILKY

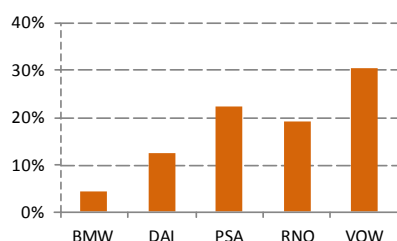
Přichází mírné, i když stále ještě křehké oživení sektoru

Jiří Šimara
Analytik
simara@cyrrus.cz
+420 538 705 732

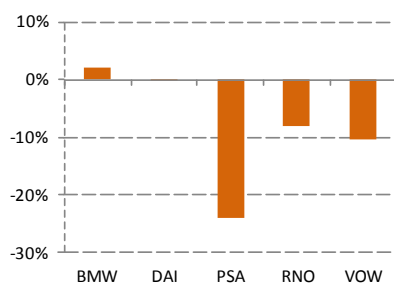
Titul	Investiční doporučení	Měna	Cílová cena	Tržní cena*	P/E 2015e	P/E 2016e	P/EBITDA 2015e	P/EBITDA 2016e
BMW	Držet	EUR	85,2	81,2	8,8	8,4	3,8	3,6
Daimler	Akumulovat	EUR	65,0	57,8	8,8	8,1	4,0	3,4
PSA	Akumulovat	EUR	12,1	9,8	10,1	6,8	2,1	1,7
Renault	Akumulovat	EUR	65,6	54,6	6,5	5,4	3,4	3,1
Volkswagen	Koupit	EUR	204,3	155,3	6,3	5,6	3,0	2,7

* závěrečná tržní cena ke dni 8.10.2014

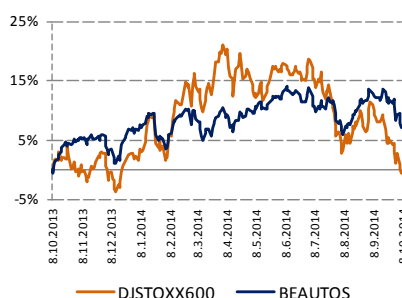
Rozdíl cílové ceny vůči tržní ceně k 8.10.2014



Změna ceny akcií peer group od vydání předchozí analýzy (30.9.2013-8.10.2014)



Vývoj indexů DJSTOXX600 a BEAUTOS



Evropský automobilový trh se po dlouhé sérii meziročních poklesů prodeje konečně zmáhá a v letošním roce by si mohl připsat první, i když stále ještě poměrně slabý meziroční nárůst. Očekáváme, že na trhu EU28+EFTA bude nově zaregistrováno 12,73 mil. nových vozů, což bude znamenat 3,45 % y/y navýšení. Tahounem zdejšího růstu je zejména Velká Británie a Španělsko. Oproti ostatním letům si však dobře vedou i další významné trhy jako je Německo, Francie a Itálie.

V uplynulých letech jsme byli svědky velmi rychlé obnovy automobilového trhu USA. Během let 2010 až 2013 zde docházelo k 7,8% průměrnému meziročnímu růstu nových registrací. Díky tomuto tempu je nyní trh s novými vozy v USA již takřka na svých předkrizových maximech, což je naprostý kontrast oproti neutěšené situaci v Evropě. I v letošním roce by měl růstový trend pokračovat, nicméně s nejvyšší pravděpodobností nebude již tak silný jako v minulosti. Očekáváme pouze 3,2% y/y nárůst nových registrací na 16,4 mil., což je zhruba poloviční růst oproti roku loňskému.

Prodeje na čínském trhu hrají stále silnější roli v růstových ambicích všech velkých automobilek. Není se ani čemu divit. V Číně se ročně prodá tolik vozů, co v USA, Německu, Francii a Velké Británii dohromady. Za loňský rok došlo k posílení trhu o 13,9 % y/y na 22 mil. vozů, což bylo bezkonkurenčně nejsilnější tempo ze všech významných světových trhů. V letošním roce by mělo dojít ke zpomalení růstu na 8 % y/y, čímž se čínský automobilový trh přiblíží k hranici 24 mil. nově registrovaných vozů.

Ke stanovení cílových cen akcií zkoumaných automobilek využíváme srovnání jejich ocenění dle tržních ukazatelů P/EBITDA a P/E relativně k ocenění celého trhu. K takto získaným hodnotám je následně přiřazen diskont či prémie podle specifických vlastností každé společnosti. Podle potenciálu výsledné cílové ceny oproti současné tržní ceně akcie a s přihlédnutím k volatilitě daného titulu měřeného koeficientem beta (přesná metodika v závěru této analýzy) je stanoveno investiční doporučení.

„Koupit“ doporučujeme akcie Volkswagen, „Akumulovat“ akcie Renault spolu s akciemi PSA Peugeot Citroën a akciemi Daimler. Obdobně jako loni doporučujeme „Držet“ akcie BMW.

Obsah

Evropa: Odražení ode dna potvrzeno	3
Volkswagen z krize povstal silnější, nejvíce ztratili Ford a GM	6
Konec recese povzbudil evropské spotřebitele	7
Ruský automobilový trh se stal velkým zklamáním	9
Predikce vývoje evropského automobilového trhu	11
Automobilový trh ve Spojených státech na vzestupu	12
Predikce vývoje automobilového trhu USA	15
Lídři automobilového trhu v USA	16
Růstový potenciál čínského trhu stále není vyčerpán	17
Shrnutí očekávaného vývoje na hlavních automobilových trzích	18
Evropský trh znovu roste, spolu s ním i tržby výrobců	19
Krvavé lázně marží pokračují	20
Poměrové ukazatele	21
Ocenění vybraných automobilek a stanovení investičního doporučení	22
Cílové ceny a doporučení	24
Citlivostní analýza	25

EVROPA: ODRAŽENÍ ODE DNA POTVRZENO

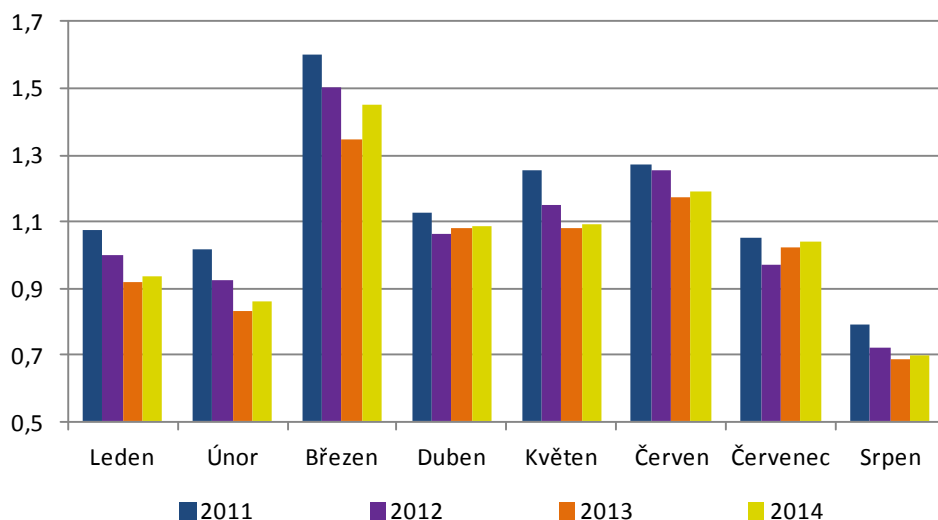
V naší minulé publikaci jsme v této části analýzy popisovali stále pokračující útrapy evropského automobilového trhu. V současnosti můžeme říct, že se letošní rok další poklesy nekonají, přičemž takřka všechny trhy regionu EU28+EFTA vykázaly v meziročním srovnání citelné zlepšení své výkonnosti.

Titul největšího evropského automobilového trhu si nadále drží Německo. Během prvních šesti měsíců loňského roku přitom tento trh vykazoval značný propad v počtu nově registrovaných osobních vozů (-8,1 % y/y na 1,50 mil.). V měsících, které následovaly, německý trh nabral na obrátkách a loňský rok tak zakončil slabší pouze o 4,2 % y/y na 2,95 mil. nově provedených registrací osobních vozů. S přihlédnutím na současný stav za letošní rok můžeme konstatovat, že obrat trendu dostal reálné podoby, když po prvních osmi měsících počet nově registrovaných vozů na německém trhu vzrostl o 2,6 % y/y na 2,02 mil.

Již minulý rok jsme psali, že druhým největším automobilovým trhem v Evropě se nově stala Velká Británie, přičemž tehdy jako jediná z velkých trhů výrazně posílila a vytlačila tak Francii z druhé pozice. Také v letošním roce se poptávka Britů po nových vozech zvyšuje, a to o 10,1 % y/y na 1,53 mil. za 8M letošního roku. Francie za letošních osm měsíců zaznamenala pouze 1,6% y/y nárůst nových registrací na celkových 1,19 mil, čímž se náskok Velké Británie zvýšil na 346 tisíc z předchozích 232 tisíc.

Kromě Německa, Velké Británie a Francie letos posilují i další významné trhy jako Itálie (+3,5 % y/y na 925 tis.) či Španělsko (+16,4 % y/y na 594 tis.). Celkově tak registrace nových osobních vozů v rámci regionu EU28+EFTA za prvních osm měsíců letošního roku vzrostly o 5,8 % y/y na 8,64 mil. Je vysoce pravděpodobné, že letošní rok bude opravdu pro evropský automobilový trh znamenat odražení se od pomyslného dna a nejspíše bude překonáno i očekávání ACEA z úvodu letošního roku počítající s 2% y/y růstem na 12,075 mil. nových registrací.

Počet nově registrovaných vozů v regionu EU28+EFTA

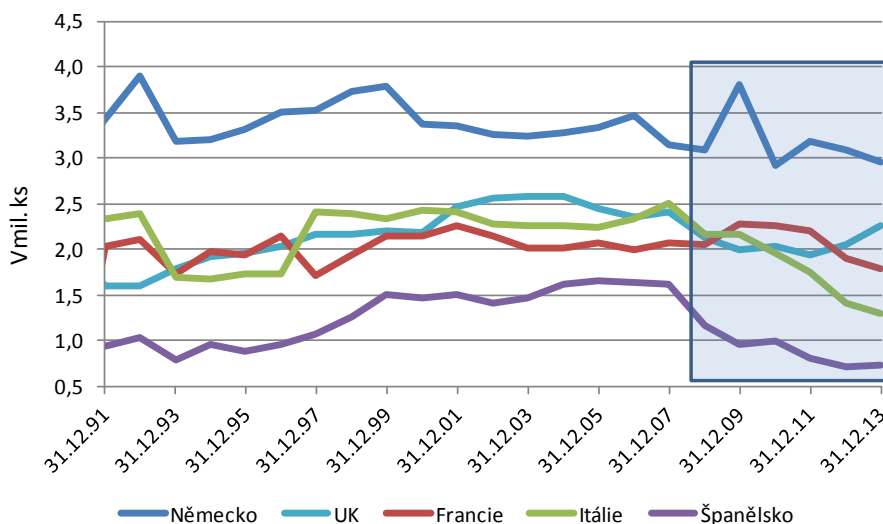


Zdroj: ACEA, Cyrrus

Evropský automobilový trh se v letošním roce vyvíjí poměrně příznivě. Trend současného oživování započal již v loňském září a od té doby nebylo měsíce, kdy by trh v meziročním srovnání oslabil. Nicméně je třeba doplnit, že růst trhu není zvláště vzhledem k velmi nízké porovnávací základně z loňského roku nikterak přesvědčivý a stále se nacházíme na mnohem nižších úrovních než před krizí, kdy bylo v rámci Evropy ročně nově registrováno 14-15 mil. vozů.

Na níže uvedeném grafu je vyobrazen vývoj největších automobilových trhů starého kontinentu za posledních 12 let. Až do roku 2007 se vybrané trhy vyvíjely víceméně stabilně, poptávka ve Velké Británii a ve Španělsku dokonce rychle nabývala na síle. V pokrizovém období však došlo k poklesu všech uvedených trhů, přičemž Němci a Francouzi se pokoušeli s oslabením poptávky bojovat prostřednictvím politiky šrotovného. Tento impuls však nevydržel dlouho a oba trhy se navrátily do klesajícího trendu. Nejhorší dopad krize byl a dosud je k vidění na italském a španělském trhu. Naopak povzbudivého oživení bylo dosaženo ve Velké Británii.

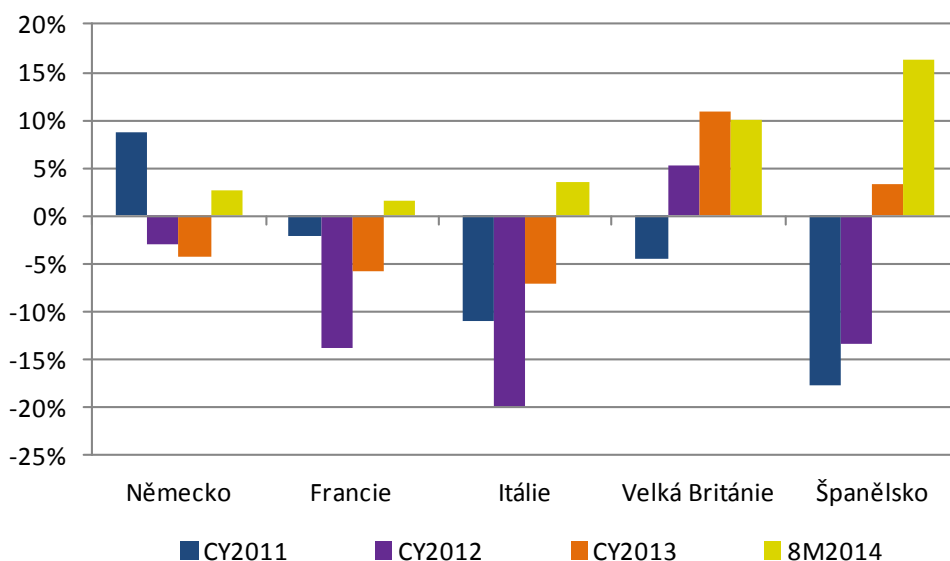
Vývoj významných evropských automobilových trhů od roku 1991



ZDROJ: ACEA, Cyrrus

Velmi dobrý obrázek o změnách v počtu nově registrovaných vozů za poslední roky na vybraných trzích si lze udělat po prostudování následujícího sloupcového grafu. Německá poptávka se díky velmi silné ekonomice ukázala jako relativně rezistentní, přičemž jasným vítězem je Velká Británie, kde dochází k postupnému oživování, a to již od roku 2012. Nejhorší se krize podepsala na francouzském a hlavně španělském a italském trhu.

Meziroční změna v registracích nových vozů na vybraných trzích



Zdroj: ACEA, Cyrrus

Ve Španělsku by byla situace ještě o poznání horší nebýt letošního vládní intervencí uměle vytvořeného růstu. Více než 16% meziroční růst nových registrací tedy přisuzujeme jen a pouze tamní politice šrotovného, v rámci níž je spotřebitelům při pořízení nového vozu nabídnuto až 2000 EUR. Předpokládáme, že až dojde k vyplacení posledního eura z celkových 175 mil. EUR určených pro tyto subvence, uvidíme opětovný pokles španělského automobilového trhu.

Za bližší pohled jistě stojí i situace na britském automobilovém trhu, který jde jakoby proti evropskému proudu. Za hlavní příčinu růstu počtu nově registrovaných vozidel v posledních letech můžeme uvést zvyšující se výkonnost ekonomiky a na to navázaný pokles nezaměstnanosti. Spolu se snižujícím se podílem nezaměstnaných navíc rostou i průměrné příjmy a podporou jsou i historicky nejnižší sazby financování pořízení nového vozu i růst cen nemovitostí. Všechny tyto faktory vytvořily prakticky dokonalý koktejl působící pozitivně na schopnost a ochotu britských spotřebitelů kupovat nové vozy. Nejvíce z tohoto vývoje těží Volkswagen, jenž ovládá zhruba pětinu britského trhu, následuje Ford s 13,5% podílem a GM, jemuž náleží 11 % zdejšího trhu. Z dalších evropských značek je zde citelněji zastoupena skupina PSA Peugeot Citroën (dále jen PSA) se 7,9 % a BMW se 7,5 %.

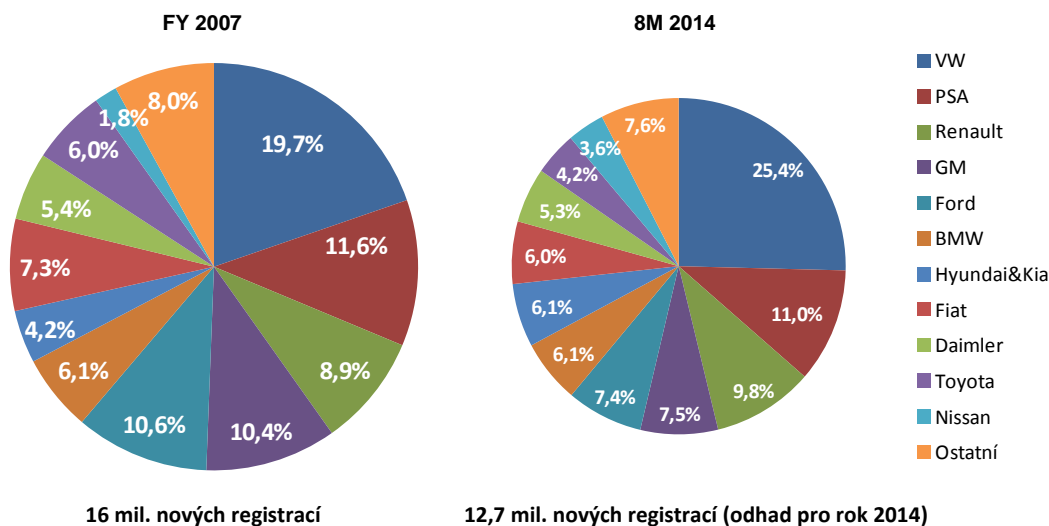
Volkswagen z krize povstal silnější, nejvíce ztratili Ford a GM

Současné tržní podíly jednotlivých automobilek na evropském trhu se oproti období před finanční krizí, tedy v roce 2007, výrazně změnily. Je zde jasně patrné upevnění pozice Volkswagenu, jenž nyní zabírá více než čtvrtinu evropského automobilového trhu (EU28+EFTA) z předchozí necelé pětiny. Toto značné zlepšení pozice evropské jedničky bylo způsobeno jednak relativní stabilitou německého automobilového trhu a jednak rapidním růstem prodejů ve Velké Británii. Druhé místo stále patří PSA s mírným poklesem tržního podílu na 11 % a na třetí pozici se nově umístila automobilka Renault s 9,8% podílem na trhu.

Co se týče negativních změn, největší propad podílu na evropském trhu se týká zejména obou automobilek z USA. Nejvíce si pohoršila automobilka Ford, která při poklesu o 3,2 pb tržního podílu zaujímá již „pouze“ 7,4 % evropského trhu. Obdobný podíl má i GM, tedy při pohoršení od předkrizového období o necelé 3 pb. Dohromady výrobci z USA ztratili celých 6,1 pb evropského automobilového trhu, jehož velkou část si připsala právě automobilka Volkswagen. Mezi další významné propadlíky můžeme zařadit i Fiat (-1,3 pb změna na 6 %) a japonskou Toyotu, která si pohoršila o 1,8 pb na aktuálních 4,2 % evropského automobilového trhu.

Kdybychom měli zhodnotit trh jako celek, můžeme vidět jasně upevnění pozice nejsilnějšího hráče na trhu – Volkswagenu, který evidentně posílil svůj podíl zejména na úkor velkých hráčů z USA. Jako další vítěz z tohoto euro-amerického souboje vyšel i Renault, který se tak dostal na třetí příčku při zvýšení podílu o 0,9 pb na 9,8 %. Nezanedbatelný pokrok ale zaznamenaly i automobily z Asie, zejména pak Hyundai&Kia (+1,9 pb na 6,1 %) a Nissan (+1,8 pb na 3,6 %). Společně s Volkswagenem a Renaultem tak můžeme tyto asijské tygry označit za vítěze pokrizového vývoje na evropském automobilovém trhu, zatímco Ford, GM, Fiat a Toyotu jako poražené.

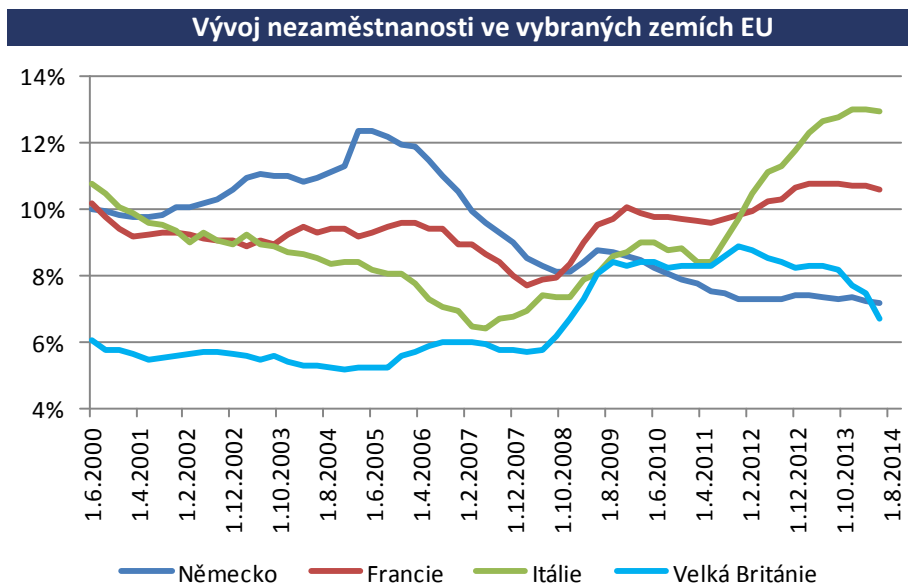
Tržní podíly jednotlivých výrobců na evropském trhu



Zdroj: ACEA, Cyrrus

Konec recese povzbudil evropské spotřebitele

V porovnání s vývojem z minulých let se ekonomická situace v Evropě sice pomalu, ale přesto začíná ubírat příznivým směrem. Níže uvedený graf zaznamenává vývoj nezaměstnanosti na největších evropských automobilových trzích za posledních 14 let. Velmi pozitivní vývoj je patrný v Německu a také ve Velké Británii, čili ve dvou klíčových automobilových trzích Evropy. Stabilizace nezaměstnanosti je patrná také ve Francii a částečně i v Itálii. Vzhledem k tomu, že osobní automobily patří spíše mezi zbytečné statky, je vývoj nezaměstnanosti jako jednoho z hlavních faktorů ovlivňujících nákupní apetit spotřebitelů, pro automobilový trh klíčový.

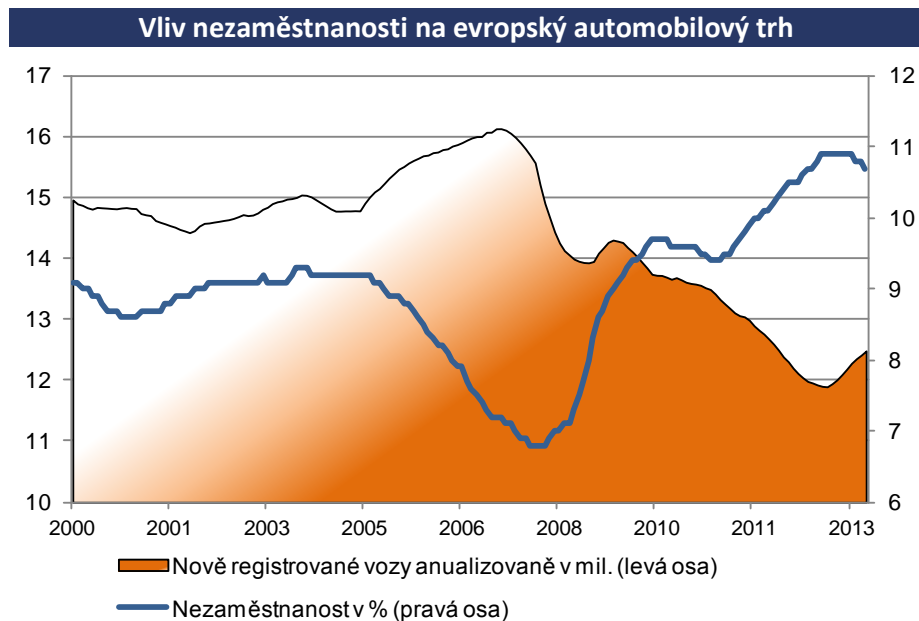


Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Přestože v případě Itálie a Francie nejsou statistiky příliš příznivé i zde můžeme najít důvody k nadcházejícímu optimismu. Poslední data totiž indikují, že v těchto zemích míra nezaměstnanosti dosáhla svých vrcholů a v případě Francie je dokonce patrné její mírné snížení.

Zdá se, že období, kdy míra nezaměstnanosti dosáhla v mnoha zemích svých historických maxim, pomalu končí. Přesto bychom se měli blíže podívat na nezaměstnanost mezi mladými lidmi (dle Eurostatu lidé do 25 let), která je od přijatelných úrovní stále na hony vzdálena. Zdaleka nejpostiženějšími regiony jsou státy ležící především na jihu Evropy, které byly nejvíce zasaženy dluhovou krizí. Nejhůře je na tom z tohoto pohledu stejně jako minulý rok Španělsko s 53,5% nezaměstnaností (meziroční pokles o 2,3 pb). V závěsu za Španělskem je Itálie, která si dokonce oproti minulému roku pohoršila, když míra nezaměstnanosti mladých dosáhla hodnoty 43,7 % (meziroční růst o 4,3 pb). Naopak pozitivní zprávy z pracovního trhu mladých lidí evidovala Velká Británie (pokles o 3,1 pb na 17,9 %) či Francie, kde se v meziročním srovnání tento ukazatel snížil o 2,6 pb na současných 22,4 %. Za celou eurozónu poklesl podíl nezaměstnaných pod 25 let věku o 0,8 pb na současných 23,1 %.

Na následujícím grafu je zobrazen vztah mezi mírou nezaměstnanosti a registracemi nových vozů. Mezi těmito veličinami velmi zřetelně vidíme silnou negativní korelaci, která dokládá důležitost vývoje nezaměstnanosti pro spotřebitelskou poptávku po nových vozech.



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Abychom zajistili co možná nejširší záběr dat pro námi sledovaný evropský kontinent, obě sledované statistiky se vztahují pro celý region EU28. Jak již bylo zmíněno výše, míra nezaměstnanosti, zdá se, dosáhla historického vrcholu a pokračuje směrem k nižším hodnotám. To je určitě pozitivní zpráva nejen pro automobilový průmysl, ale také pro celou evropskou ekonomiku.

Při pokračování tohoto trendu můžeme očekávat růst poptávky ze strany kupujících, jelikož větší jistota na trhu práce se pozitivně odráží i v ochotě spotřebitelů utrácet.

Ruský automobilový trh se stal velkým zklamáním

Ještě v roce 2012 se předpokládalo, že ruský automobilový trh do osmi let předežene v počtu nových prodejů osobních vozů ten německý a stane se tak největším trhem automobilek v rámci Evropy.

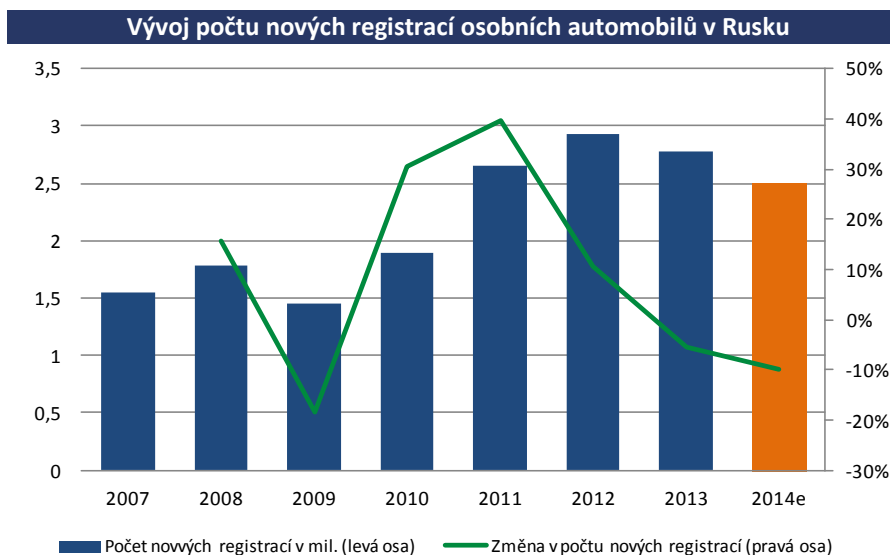
Tato hypotéza byla do značné míry postavena na faktu, že ruský trh je dosud charakteristický velmi nízkou saturací osobních automobilů na obyvatele. Vlastní vozidlo zde momentálně používá pouze 260 lidí z 1000, což je silně pod úrovněmi běžnými na rozvinutých evropských trzích, jako je Německo (531), Francie (483), Velká Británie (454) či v USA (404).

Další z argumentů používaných příznivci ruského trhu, je zdejší zastaralý vozový park, který bude potřeba dříve či později obnovit. Průměrné stáří osobního vozidla se v Rusku pohybuje okolo 12-ti let, což je v porovnání se situací na ostatních velkých trzích nadprůměrně vysoké číslo. Auta lokálních výrobců jsou ještě zastaralejší (průměr 14,8 let).

Roky 2011 a 2012 skutečně přinesly velmi výrazné posílení ruského automobilového trhu. Tahounem tehdejšího dvouciferného růstu byla spolu s výše uvedenými skutečnostmi i snižující se nezaměstnanost a posilující střední třída. I v současném velmi nejistém období, kdy se Rusko potýká s důsledky své zahraniční politiky, se ekonomická situace vyvíjí pozitivním směrem. Míra nezaměstnanosti za srpen letošního roku dosáhla hodnoty 4,8 %, což je nejnižší evidovaná nezaměstnanost minimálně za posledních 15 let. Nutno ovšem podotknout, že trh práce vždy reaguje s určitým zpožděním na nové ekonomické impulsy.

Růst ruského HDP v posledních kvartálech povážlivě zpomalil, přesto se však recese do země prozatím nevrátila - poslední evidovaný růst HDP činil 0,8 % y/y. Z aktuálního hlediska jsme nicméně v období, kdy má Rusko dobu největšího růstu za sebou. Za toto období považujeme léta 2010 – 2012, kdy tamní HDP přidávalo každým rokem v průměru 4 %.

Možné problémy naplno rozkryla současná krize vztahů Ruska s Ukrajinou a jejími západními spojenci. Poté, co v Rusku padaly prodejní rekordy, přičemž mezi lety 2010-2012 rostl místní trh v řádu desítek procent, se zdá, že místnímu automobilovému trhu začal zvonit umíráček. Trend prodeje se obrátil a letos to dokonce vypadá, že se prodeje dvojciferným tempem naopak propadnou (aktuální konsensuální odhad předpovídá pokles o 8-12 % y/y). Jen za měsíc červenec letošního roku se přitom meziročně propadl počet nově registrovaných vozů o takřka 23 % y/y, což je již třetí meziměsíční pokles dvojciferným tempem v řadě. Místo toho, aby Rusko aspirovalo na pokoření Německa co do velikosti automobilového trhu, se naopak při aktuálním vývoji může stát, že ruské počty nových registrací budou pokořeny statistikami z Velké Británie.



ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS

Rusko se rovněž potýká s odlivem zahraničního kapitálu, který by se mohl v letošním roce zvýšit na čtyřnásobek oproti roku loňskému, kdy bylo z Ruska staženo 60 mld. USD. Současné zpomalení ruského automobilového trhu dopadne primárně na ty automobilky, které nejvíce věřily v jeho potenciál.

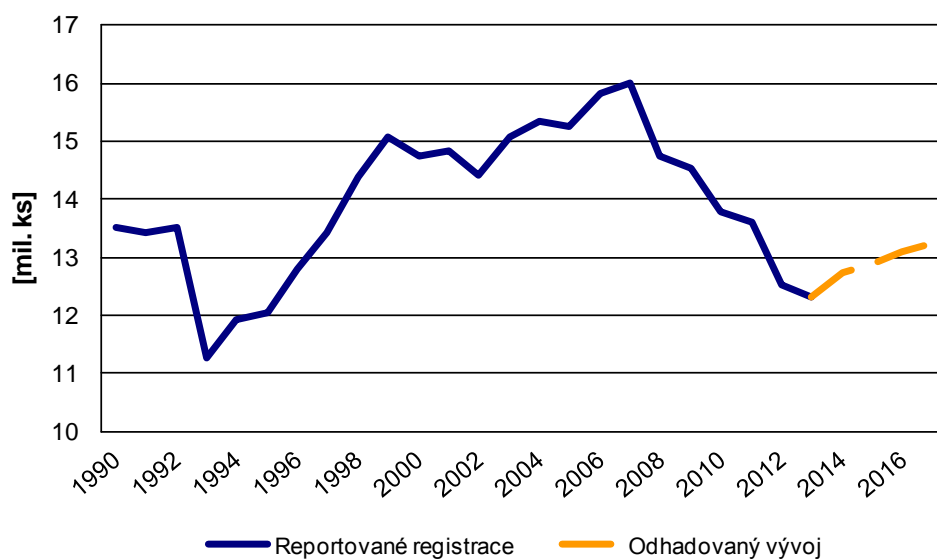
Další faktor negativně ovlivňující prodej vozidel na ruském trhu je rovněž slábnoucí rubl. Ten od začátku roku až ke konci září oslabil k euru již o 10 % a nebyť intervence ruské centrální banky, byl by to pokles ještě výraznější. Slabý rubl tak efektivně zdražuje dovážené zboží a významně ovlivňuje i cenu domácí produkce. Značná část komponentů potřebných k výrobě automobilů je totiž dovážena, čili podléhá měnovému riziku.

Nejvíce ze všech evropských automobilek je na ruském trhu závislá automobilka Renault, která zde generuje 8 % svých celkových tržeb. To už je relativně významná závislost, která by francouzského výrobce v případě nepříznivého vývoje mohla nemálo ovlivnit. V případě Renaultu je ovšem v sázce ještě mnohem více. V červnu tohoto roku totiž společně s Nissanem navýšil svůj podíl z původních 25 % až na 50,1 % v místní automobilce AvtoVAZ. Francouzi tak spolu s Japonci získali kontrolní podíl nad touto společností, jež generuje na ruském trhu téměř 90 % svých veškerých tržeb. Mezi automobilky, na které má pokles ruského trhu významnější dopad, můžeme zařadit i německý Volkswagen, jenž zde generuje necelých 7 % svých koncernových tržeb.

Predikce vývoje evropského automobilového trhu

Minulý rok jsme v této části naší analýzy upravili odhad poklesu evropského automobilového trhu pro rok 2013 na 4,2% y/y pokles nových registrací. Tento odhad se posléze ukázal jako mírně pesimistický, když evropský automobilový trh díky silnému závěru v loňském roce poklesl jen o 1,7 % y/y. Rok 2013 byl s vysokou pravděpodobností rovněž posledním v řadě pokrizových poklesů a nastolil tak novou minimální úroveň registrací srovnatelnou s obdobím před dvaceti lety. Vývoj evropského automobilového trhu za prvních osm měsíců letošního roku již indikuje odraz od tohoto dna, přičemž pro rok 2014 odhadujeme meziroční růst o 3,5 % na 12,73 milionů nově registrovaných vozů. Tento růst tak mírně překonal i naše odhady z minulého roku, kde jsme počítali s růstem o 2-3 % y/y.

Registrace nových vozů v Evropě (EU27+EFTA) včetně predikce



ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus

Pro rok 2015 i nadále počítáme s růstem počtu nových registrací. Tento růst by měl být ovšem pozvolný a neměl by se ani přiblížit růstu v letošním roce - nové registrace by měly dle našeho odhadu posílit jen o 1,2 % y/y, což by odpovídalo úrovni 12,88 milionů nově registrovaných automobilů. Jedním z tradičních předstihových indikátorů, který dokáže přibližně určit budoucí vývoj automobilového trhu, je index spotřebitelské důvěry. Ten si oproti minulému roku, kdy dosahoval hodnoty -12, polepšil a aktuálně se pohybuje kolem úrovně -10. To značí mírný optimismus spotřebitelů a rovněž podporuje naši teorii o mírném růstu prodejů nových vozů v blízké budoucnosti.

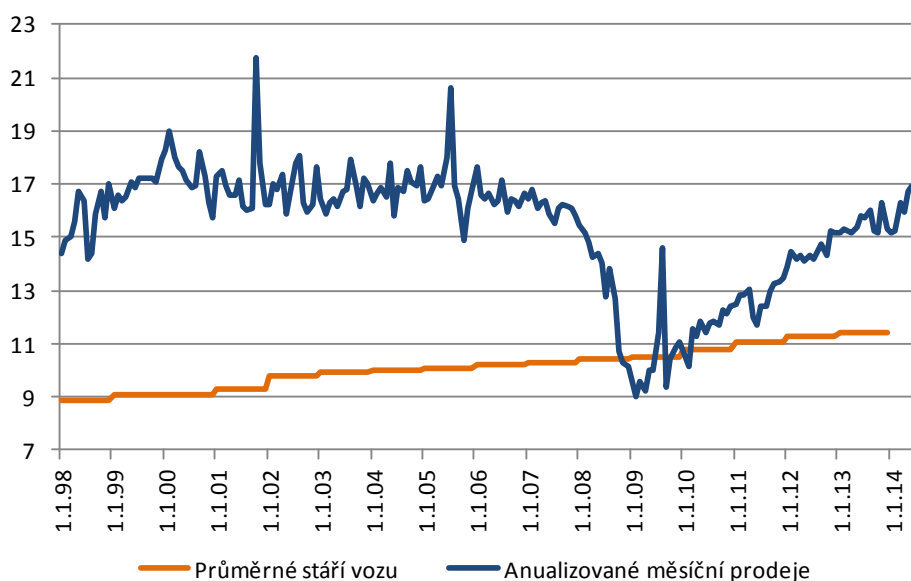
AUTOMOBILOVÝ TRH VE SPOJENÝCH STÁTECH NA VZESTUPU

Přestože se pro evropské automobilky nejedná o primární trh, představuje USA významný generátor tržeb zejména v období, kdy se samotné Evropě příliš nedaří. S ohledem na zámožská makroekonomická data je i rostoucí trend prodeje automobilů pochopitelný a na rozdíl od Evropy se trh v USA z ekonomické krize otřepal podstatně rychleji. Jeden z klíčových makroekonomických indikátorů ovlivňující poptávku po nových vozech je nezaměstnanost, která zde v současné době vykazuje poměrně silný klesající trend a dosahuje hodnoty 5,9 %. Nezaměstnanost v USA je tak nejnižší od druhé poloviny roku 2008.

Trend rostoucích prodeje i nadále pokračuje vysokým tempem, přičemž v srpnu letošního roku se prodalo 1,59 miliónů nových vozů, což v meziročním srovnání znamená 5,5% nárůst. Toto tempo je nejen odrazem vyšší kupní síly amerických spotřebitelů, ale i dopadem uspokojení odložené poptávky z pokrizových let 2008-2011. Přestože se trh v USA ještě nedostal na hodnoty prodeje předkrizových let, s odhadovanými ročními prodeji přes 16 miliónů nových vozů za rok 2014 se k těmto úrovním kvapně blíží.

Další prostor pro zvýšení svých tržeb mají evropské automobilky i díky relativně zastaralému vozovému parku v USA. Zejména v krizovém období můžeme názorně vidět, jak se spotřebitelé snaží přiškrtit své výdaje a koupí nových vozů odkládají, což má za následek stárnutí vozového parku. I nadále tedy očekáváme, že obnova starého vozového parku bude tvořit významnou část spotřebitelské poptávky. O tom, v jak špatném stavu vozový park v USA je, svědčí i aktuálně dosažené novodobé maximum v podobě 11,4 let.

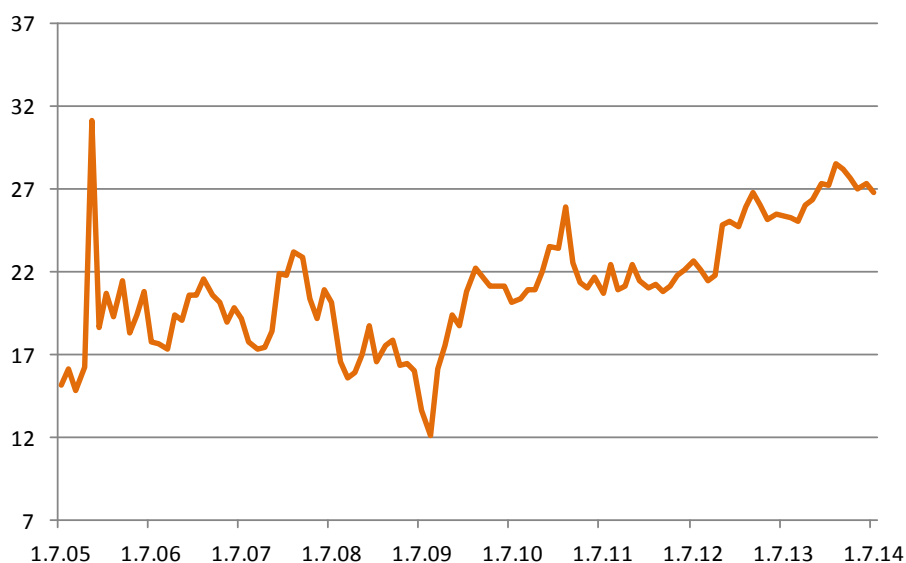
Stárnutí vozového parku v USA a analizované měsíční prodeje



ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus

Významným hnacím motorem generujícím prodeje nových aut jsou i nízké úrokové sazby leasingových půjček, což má za následek nárůst podílu prodeje nového vozu právě s využitím tohoto úvěrového produktu. Leasingové financování k červenci 2014 využilo 26,8 % kupujících, přičemž před krizí to bývalo v průměru pouze 20 %.

Podíl nových vozů koupených v USA na leasing (v %)

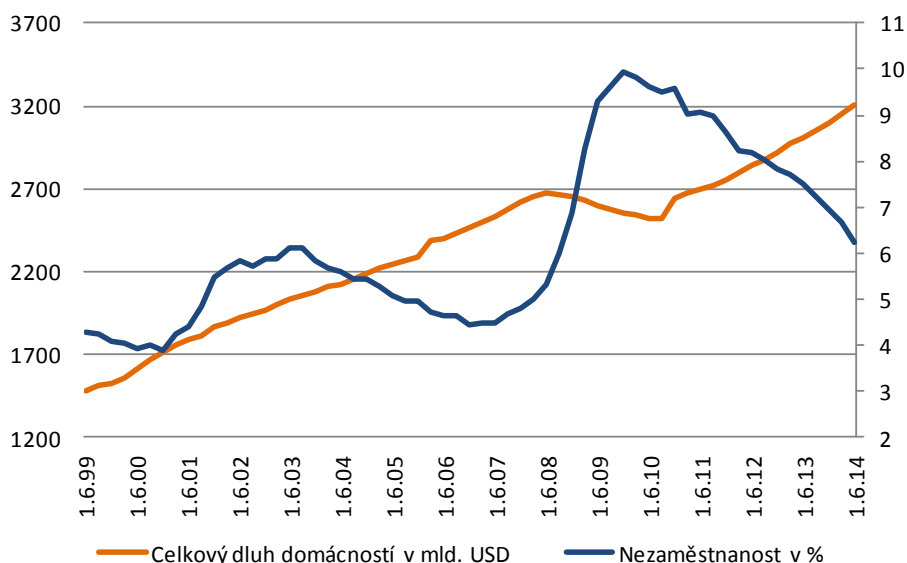


ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus

Faktorem, který však může stát za utlumením dalšího zadlužování domácností, je jejich rostoucí absolutní dluh. Tento trend je na níže uvedeném grafu jasně patrný. Po vypuknutí finanční krize v roce 2008 došlo k mírnému oddlužení domácností, kdy se celkový dluh snížil z 2,7 bilionu USD až na 2,5 bilionu USD, nicméně od té doby se objem dluhu opět zvyšuje a nyní nově přesáhl 3,2 bilionu USD. To je nejvyšší objem dluhu tížící domácnosti Spojených států v historii.

Velkou zásluhu na kupení půjček má rozvolněná monetární politika Fed, díky níž se dluhové financování stalo díky nízkým úrokovým sazbám velmi výhodné. Nicméně již v příštím roce by mělo docházet k postupnému nárůstu sazeb, což by se mělo projevit v nižším tempu růstu nového dluhu a zároveň ve vyšších nákladech na obsluhu dluhu stávajícího. Jen stěží si umíme představit, že by současný trend rychlého růstu dluhu pokračoval, zvláště v situaci, kdy ekonomická kondice země není na předkrizové úrovni. To můžeme koneckonců také vyčíst z následujícího grafu, kde je vyobrazena i míra nezaměstnanosti v USA.

Rostoucí dluh domácností při stále zvýšené nezaměstnanosti

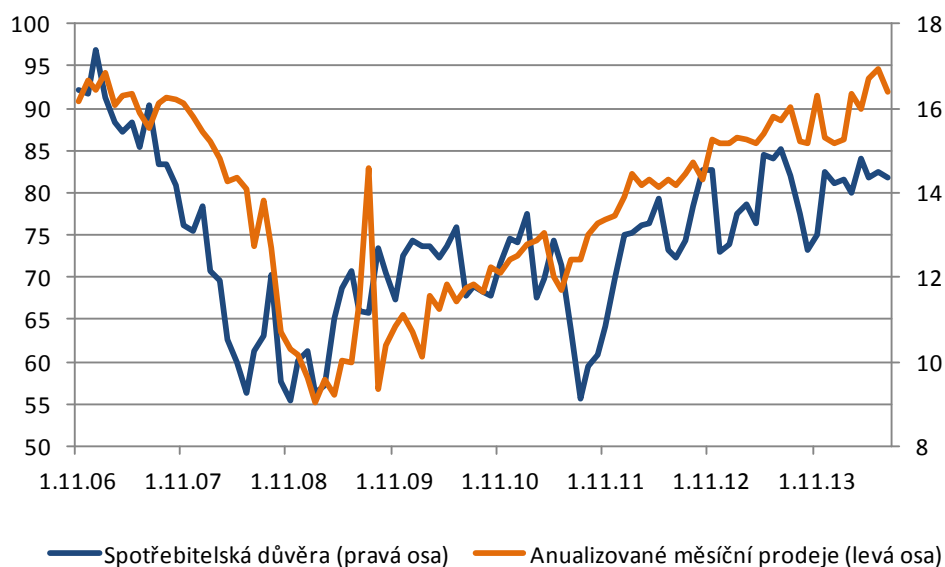


ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS

Velmi oblíbeným nástrojem pro posouzení udržitelnosti růstu nejen US automobilového trhu, je vývoj spotřebitelské důvěry. V naší analýze dlouhodobě využíváme data dle University of Michigan. V současnosti se spotřebitelská důvěra dle jejich průzkumu pohybuje v koridoru mezi 80 a 85 body (na grafu níže modrá křivka), přičemž měsíčně se v USA prodá anualizovaných více než 16,4 mil. vozů.

V době před krizovým rokem 2008 bylo přitom potřeba spotřebitelské důvěry převyšující alespoň 90 bodů k tomu, aby trh dosáhl takovýchto úrovní. Jsme tedy svědky určitého nesouladu mezi tím, jak spotřebitelská důvěra ovlivňovala trh s osobními vozy před krizí a jak jej ovlivňuje nyní. Předpokládáme, že důvodem rozdílného chování spotřebitele je dostupnost levného cizího kapitálu k financování nového vozu. V době, kdy se budou úrokové sazby opět pohybovat na běžných úrovních, se vztah mezi indexem spotřebitelské důvěry a vývojem automobilového trhu dle našeho názoru opět normalizuje (za jinak stejných okolností).

Vztah mezi spotřebitelskou důvěrou a prodeji nových vozů v USA



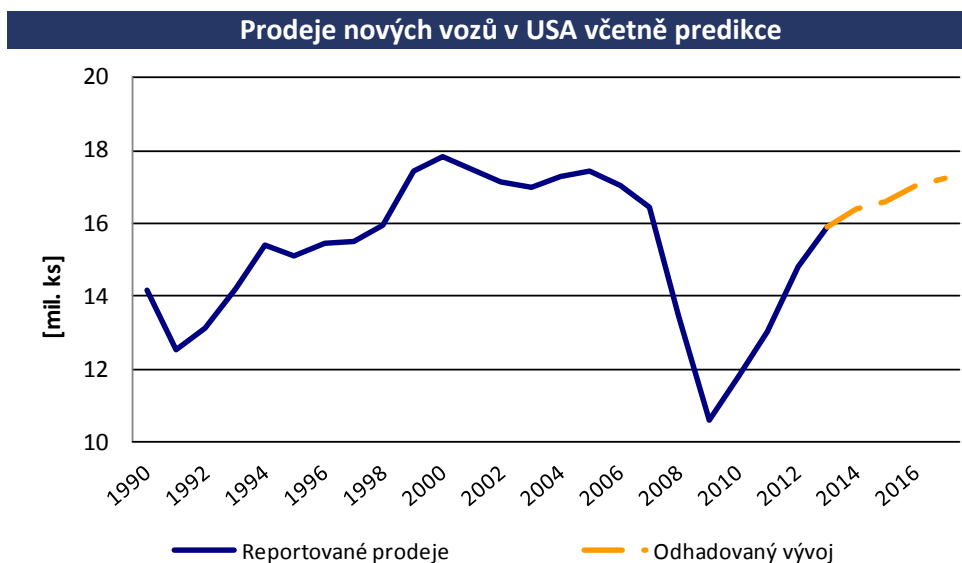
ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS

Predikce vývoje automobilového trhu USA

Automobilový trh spojených států byl velmi těžce zasažen důsledky finanční krize. Již v roce 2008 se prodeje propadly o 18 % y/y na 13,5 mil., přičemž propad trhu v následujícím roce ještě zrychlil, a to na -21 % y/y na 10,6 mil. nových vozů. Byla to doba, kdy dvě ze tří největších automobilek USA musely požádat o ochranu před svými věřiteli a hledat oporu u vlády. Ukázalo se však, že šlo o dno trhu a od té doby rostly prodeje nových vozů v USA každým rokem o více než 10 %.

V naší předchozí analýze jsme očekávali, že i rok 2013 nebude výjimkou a nadále dojde k silnějšímu růstu zdejšího automobilového trhu. Nicméně jsme předpokládali pokles meziročního růstu z 13,4 % v roce 2012 na skromnějších 5,5 % y/y. Realita dala našemu odhadu o nižším tempu zapravdu, i když konečné číslo bylo mírně příznivější, než jsme predikovali, a sice 7,4 % y/y.

Předpokládáme, že i letošní rok potvrdí pokračující trend zpomalování růstu nových prodejů. K tomuto závěru nás vedou výše uvedené skutečnosti jako výhled růstu úrokových sazeb, vysoký dluh domácností, nepřesvědčivá spotřebitelská důvěra či stále vyšší nezaměstnanost. Prodeje za rok 2014 by tak neměly překročit 16,4 mil. nových vozů, což znamená meziroční růst o skromných 3,2 %. Další roky by přitom měl automobilový trh spojených států spíše stagnovat či růst o nízké jednotky procent, přičemž své předkrizové úrovně dosáhne nejspíše již roku 2016.



ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS

Lídři automobilového trhu v USA

Největšími hráči na automobilovém trhu v USA jsou nadále General Motors, Toyota a Ford. Oproti loňskému roku je ovšem patrná změna na čtvrté příčce, kde se nově umístil Chrysler a vytlačil tak Hondu až na místo páté. Těchto pět největších automobilek se na celkových prodejích zdejšího trhu podílí z více než 69 %.

	Podíl na US trhu k 3Q 2014 v %	Podíl z celkových tržeb za rok 2013 v %
GM	17,6	55,9
Toyota	15,4	26,8
Ford	14,1	58,2
Chrysler	12,1	70,8
Honda	10,1	42,5*
Nissan	8,5	42,8*
Hyundai-Kia	8,2	37,2
Volkswagen	3,6	13,9*
Daimler	2,0	20,2
BMW	2,0	16,7

**údaje za celou Severní Ameriku
Zdroj: Bloomberg, Cyrrus, Wardsauto*

Oproti loňskému roku si General Motors pohoršil a ztratil zhruba 2 procentní body tržního podílu, čímž se jeho náskok vůči Toyotě povážlivě zúžil. Příčinou tohoto negativního vývoje je pravděpodobně současná kauza s vadnými součástkami na GM vyráběných vozech, které měly mít za následek několik desítek vážných nehod, což vyústilo v masové svolávání milionů vozů zpět ke GM k opravě. Pro General Motors jde o citelnou ránu vzhledem k tomu, že na trhu Spojených států generuje více než polovinu svých celkových tržeb.

Toyota za letošní první pololetí prodala na US trhu 1,2 mil. vozů, což znamená přes 5% meziroční nárůst. Japonské jedničky se tak daří navyšovat prodeje rychleji, než roste samotný trh, čímž docílila navýšení tržního podílu na současných 15,4% z loňských 15%.

Třetí nejvýznamnější automobilkou na trhu Spojených států je Ford s 14,1% podílem na prodaných vozech. I přes razantní omlazení svého produktového portfolia se ale Fordu v letošním roce příliš nedaří, což dokládá 2% meziroční pokles prodaných vozů za první pololetí letošního roku.

Evropské značky nejsou na US trhu příliš v oblibě, přičemž prvního zástupce starého kontinentu na tomto trhu musíme hledat až na osmé příčce. Je jím největší evropská automobilka, a sice Volkswagen s pouhým 3,6% podílem. V roce 2012 přitom prodeje Volkswagenu v USA zejména díky nově otevřené místní výrobní lince rostly o úctyhodných 30% y/y. Rok loňský i letošní je ve znamení spíše stagnace až mírného poklesu prodaných vozů (za 1H -3,4% y/y na 286 tisíc).

Další významné evropské automobilky jako Renault či Fiat jsou na tomto trhu také zastoupeny, a sice prostřednictvím své majetkové účasti v automobilce Nissan v případě Renaultu a Chrysler, jehož nedávno kompletně ovládl italský Fiat.

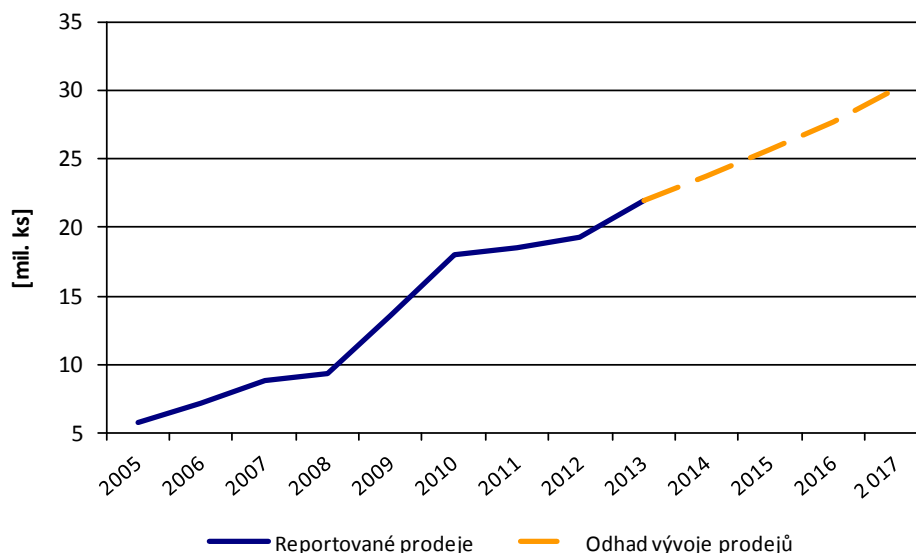
RŮSTOVÝ POTENCIÁL ČÍNSKÉHO TRHU STÁLE NENÍ VYČERPÁN

Čínský automobilový trh není zajímavý jen svou velikostí ale i růstovým potenciálem. Poslední roky byly přitom ve znamení ochlazující poptávky, která je ovšem v porovnání s vývojem poptávky na ostatních významných automobilových trzích, stále ještě velmi impozantní. Zpomalující tempo růstu zdejšího trhu je zapříčiněno hlavně slabším růstem čínské ekonomiky a zpomalením růstu disponibilních příjmů zejména čínské střední třídy. Meziroční růst HDP Číny totiž činil v druhém čtvrtletí letošního roku 7,5 %, což je oproti 7,7% růstu z roku 2013 viditelný pokles. I proto snížila Čínská asociace automobilových výrobců svůj odhad pro tempo růstu domácího automobilového trhu na 8,3 % y/y z v lednu udávaného pásma 8-10 % y/y. My v naší analýze, stejně jako v loňském roce, počítáme ještě s mírně pesimističtějším scénářem, v rámci kterého dojde jen k 8% y/y růstu prodeje.

Za první pololetí letošního roku se prodeje vozů na čínském trhu meziročně zvýšily o více než 11 % (14 % růst za 1H 2013), což i nadále indikuje poměrně velký potenciál tohoto trhu. Růst disponibilních důchodů, i když nižší než v uplynulých obdobích, střední třídy navíc zvyšuje poptávku po kvalitnějších a více prestižních automobilech a táhne tak poptávku od domácích výrobců směrem k zahraničním společnostem. To dokazuje snížení tržního podílu domácích výrobců z 26,6 % k minulému roku na 21,5 % trhu v roce letošním. Polepšili si hlavně němečtí výrobci, kteří nyní zaujímají 28,7 % čínského automobilového trhu oproti loňským 26 %. O značném přesunu čínských spotřebitelů k zahraničním automobilkám svědčí i růst prodeje některých z největších světových automobilek.

Mezi takové rozhodně můžeme zařadit Volkswagen, který dokázal za 1H14 meziročně zvýšit prodeje o 18 %, Ford, jehož prodeje vzrostly o 35 % y/y nebo Toyota, jenž dokázala zvýšit prodeje o více než 12 % y/y. Velký potenciál zdejšího trhu vede automobilky k dalším významným investicím. Například Volkswagen se společně se svým partnerem FAW Group Corp. rozhodl pro investici 2,7 mld. USD do nových výrobních středisek. General Motors plánuje v Číně zavést výrobu nového modelu Cadillacu.

Vývoj prodeje automobilů v Číně včetně predikce



ZDROJ: Bloomberg, Cyrrus

SHRnutí OČEKÁVANÉHO VÝVOJE NA HLAVNÍCH AUTOMOBILOVÝCH TRZÍCH

Předpokládáme, že v letošním roce dojde na všech zkoumaných trzích k růstu prodeje. Evropa se s vysokou pravděpodobností konečně vymaní ze spárů klesající poptávky, přičemž pro letošní rok predikujeme 3,45% y/y tempo růstu. Přesto v následujících letech očekáváme spíše pomalé oživení tohoto trhu. Na rozdíl od USA je evropský automobilový trh na hony vzdálen svým předkrizovým hodnotám a v dohledné době pokožení této úrovně nevidíme jako reálné. Vyšší dynamiku růstu pak očekáváme až okolo roku 2018, kdy by mělo dle našich odhadů dojít k významnější obnově v té době již velmi zastaralého vozového parku.

To na druhé straně Atlantického oceánu se automobilovému trhu daří dlouhodobě růst, oproti Evropě se USA dostane na předkrizovou úroveň prodeje zřejmě již v roce 2016. Na rozdíl od Evropy je však růstový potenciál ve významné míře vyčerpán a nové nákupy ze strany spotřebitelů tak budou zřejmě jen důsledkem obnovy vozového parku. Negativně se na automobilovém trhu zcela jistě projeví i růst úrokových sazeb, který se očekává někdy v druhé polovině příštího roku. Poptávka po automobilech na leasing tak bude v USA spíše stagnovat či klesat, což se negativně projeví na dynamice celého trhu.

Očekávaný vývoj poptávky na hlavních automobilových trzích

[%], [tis. ks]	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR 11-14e	CAGR 14e-18e
Evropa	13 593	12 528	12 308	12 733	12 884	13 095	13 239	13 675	-1,6%	1,4%
	-1,47%	-7,84%	-1,76%	3,45%	1,19%	1,64%	1,10%	3,29%		
USA	13 041	14 786	15 884	16 389	16 568	17 013	17 238	17 290	5,9%	1,1%
	10,77%	13,38%	7,43%	3,18%	1,09%	2,69%	1,32%	0,30%		
Čína	18 533	19 303	21 993	23 752	25 653	27 756	30 088	32 675	6,4%	6,6%
	2,72%	4,15%	13,93%	8,00%	8,00%	8,20%	8,40%	8,60%		

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Jednoznačně nejatraktivnějším trhem pro globálně významné automobilky je trh čínský. Vzhledem ke stále se zvyšující kupní síle čínské střední třídy bude Čína dle našich odhadů i nadále růst poměrně rychlým tempem. Přestože toto tempo již zdaleka nedosahuje tak vysokých dvouciferných čísel jako před rokem 2010, růstový potenciál je i vzhledem k nízké saturaci a probíhajícímu megatrendu urbanizace stále velmi atraktivní. Není to ani tak dávno, co Čína svými prodeji pokořila do té doby největší automobilový trh v USA – již v poměrně blízké budoucnosti však můžeme očekávat, že s tímto tempem růstu pokoří i USA a Evropu dohromady. Ruku v ruce se zvyšující se kupní silou jde i rostoucí poptávka po kvalitnějších vozech, což tlačí poptávku směrem od domácích k zahraničním automobilkám. Tento trend je tedy dalším důvodem, proč se automobilky i přes zpomalující tempo růstu nezděraňují investovat do tohoto regionu nemalé prostředky.

Evropský trh znovu roste, spolu s ním i tržby výrobců

Loňský rok byl pro evropské automobilky velmi náročným. Šlo o již šesté období v řadě, kdy trh v meziročním srovnání poklesl a dostal se tak až na úroveň roku 1996. Vzhledem k tomu, že zdejší výrobci realizují většinu svých tržeb právě na tomto trhu, logicky narůstala nervozita z dalšího vývoje.

Evropský automobilový trh však pravděpodobně již v loňském roce našel své dno a nyní by měl dle našich odhadů mírně růst. Spolu s tím by mělo dojít i k růstu tržeb evropských automobilek.

Vývoj tržeb vybraných automobilek včetně predikce dle aktuální analýzy

[mil. EUR]	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	CAGR 09-13	CAGR 13-16e
BMW	50 681	60 477	68 821	76 848	76 058	79 557	83 828	88 513	8,5%	3,9%
	-4,7%	19,3%	13,8%	11,7%	-1,0%	4,6%	5,4%	5,6%		
Daimler	78 924	97 761	106 540	114 297	117 982	126 922	133 803	140 850	8,4%	4,5%
	-17,7%	23,9%	9,0%	7,3%	3,2%	7,6%	5,4%	5,3%		
PSA	48 417	56 061	58 509	55 446	54 090	54 535	56 767	58 125	2,2%	1,8%
	-10,9%	15,8%	4,4%	-5,2%	-2,4%	0,8%	4,1%	2,4%		
Renault	33 712	38 971	42 628	41 270	40 932	40 897	43 172	45 845	4,0%	2,9%
	-10,8%	15,6%	9,4%	-3,2%	-0,8%	-0,1%	5,6%	6,2%		
VW	105 187	126 875	159 337	192 676	197 007	201 087	209 513	218 843	13,4%	2,7%
	-7,6%	20,6%	25,6%	20,9%	2,2%	2,1%	4,2%	4,5%		

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

I přes akviziční apetit, který v poslední době vykazoval německý koncern Volkswagen, se nedá říci, že by se to v růstu jeho tržeb nějak výrazněji odrazilo. V rámci loňské analýzy jsme této automobilce předpovídali více než 5% y/y růst tržeb pro rok 2013. Situace ale nakonec dopadla mírně hůře, přičemž skutečně realizovaný nárůst tržeb koncernu činil 2,2% y/y.

Přestože se okolo Volkswagenu stále rojí další a další spekulace o možných akvizicích jako třeba Alfy Romeo nebo dokonce celého Fiatu, prozatím se zdá, že společnost svoje choutky poněkud omezila. O tomto faktu svědčí i zamítnutí spekulací o akvizici výrobce nákladních vozů Paccar. Koncern se tedy evidentně bude soustředit na zefektivnění současné struktury po začlenění MAN a Scanie.

Vývoj tržeb vybraných automobilek včetně predikce dle předchozí analýzy

[mil. EUR]	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	CAGR 08-14e	CAGR 13e-15e
BMW	53 197	50 681	60 477	68 821	76 848	78 731	83 330	85 200	6,1%	2,0%
		-4,7%	19,3%	13,8%	11,7%	2,5%	5,8%	2,2%		
Daimler	95 873	78 924	97 761	106 540	114 297	118 970	123 424	130 245	3,9%	2,3%
		-17,7%	23,9%	9,0%	7,3%	4,1%	3,7%	5,5%		
PSA	54 356	48 417	56 061	58 509	55 446	55 180	57 792	59 312	1,1%	1,8%
		-10,9%	15,8%	4,4%	-5,2%	-0,5%	4,7%	2,6%		
Renault	37 791	33 712	38 971	42 628	41 270	41 800	44 105	46 520	2,6%	2,7%
		-10,8%	15,6%	9,4%	-3,2%	1,3%	5,5%	5,5%		
VW	113 808	105 187	126 875	159 337	192 676	202 782	215 201	235 542	9,5%	3,8%
		-7,6%	20,6%	25,6%	20,9%	5,2%	6,1%	9,5%		

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Srovnáme-li ostatní automobilky z naší tabulky, vidíme, že v případě růstu trhu jako takového se nejvíce daří prémiovým značkám. To je dáno hlavně již zmíněnou zvyšující se kupní silou střední třídy obecně, zejména pak čínských obyvatel, kteří se tak pomalu přeorientovávají ke kvalitnějším automobilům. Z toho jednoznačně těží německé automobilky BMW a Daimler, jejichž očekávaný roční růst tržeb v následujícím čtyřletém období oproti našim předchozím odhadům mírně vzrostl. Na druhé straně naše odhady pro Volkswagen se mírně zhoršily a pro francouzské automobilky zůstaly víceméně nezměněny.

Krvavé lázně marží pokračují

Přestože se evropský trh odrazil ode dna a spolu s ním i tržby automobilových výrobců, u marží dominuje trend zcela opačného rázu. Již minulý rok jsme zde psali o krvavých lázních marží, které postihly všechny přední evropské hráče. Skutečnost je taková, že vysoká konkurence na automobilovém trhu i nadále tlačí marže výrobců dolů a ani v několika následujících letech nejspíše nebude situace z tohoto pohledu nikterak růžová. I když prodeje aut jako takové oproti minulému roku vzrostly, tento růst byl zčásti důsledkem velkých slev, které automobilky spotřebitelům při nákupu automobilů nabídly.

Průměrná sleva, která je při nákupu nového vozu poskytována, vzrostla o 10 % y/y na rekordních 2748 EUR. Potvrzují se tak obavy některých investorů, že rostoucí prodeje jsou velkým dílem zapříčiněny vzrůstajícími slevami a v konečném důsledku se zvýšené tržby díky nižším maržím nepromítnou ve vyšších ziscích.

Očekávané marže

Marže EBITDA

	2011	2012	2013	2014e	2014e*	2015e	2015e*
BMW	22,5%	21,2%	19,7%	15,7%	20,0%	15,6%	17,0%
Daimler	11,5%	10,6%	10,4%	12,1%	12,5%	12,4%	12,0%
PSA	6,9%	4,2%	4,1%	5,6%	8,8%	6,7%	6,0%
Renault	9,2%	9,8%	7,7%	10,1%	11,0%	11,0%	10,9%
VW	13,4%	12,7%	13,7%	12,3%	14,5%	13,1%	12,0%
Medián	11,5%	10,6%	10,4%	12,1%	12,5%	12,4%	12,0%

Marže NET PROFIT

	2011	2012	2013	2014e	2014e*	2015e	2015e*
BMW	7,1%	6,6%	10,4%	7,3%	6,5%	7,3%	9,5%
Daimler	5,7%	5,3%	5,8%	5,3%	5,5%	5,5%	7,5%
PSA	1,0%	-9,0%	-4,3%	-0,2%	3,0%	1,3%	0,0%
Renault	4,9%	4,3%	1,4%	4,5%	6,5%	5,9%	3,2%
VW	9,7%	11,3%	4,6%	5,2%	6,5%	5,6%	6,8%
Medián	5,7%	5,3%	4,6%	5,2%	6,5%	5,6%	6,8%

*odhady v rámci předchozí analýzy
Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Při pohledu na tabulku uvedenou výše můžeme vidět největší pokles očekávané marže u automobilky BMW. Přestože je i nadále marže tohoto výrobce prémiových vozů jednoznačně nejvyšší na trhu, oproti hodnotám vykazovaným v minulých letech došlo k výraznému poklesu – a to jak v případě marže provozního zisku, tak zisku čistého.

Situace u ostatních automobilek je z pohledu vývoje marží o trochu lepší, u společností Daimler, PSA a Renault marže EBITDA za letošní rok pravděpodobně vzrostou. To je ale dáno především nízkou srovnávací základnou z roku 2013. Z tabulky můžeme rovněž vyčíst i predikci pro rok 2015, ve kterém kromě případu BMW očekáváme mírné zvýšení marží oproti očekávaným hodnotám v roce 2014 na provozním i čistém zisku u všech automobilek.

Poměrové ukazatele

V následující tabulce můžeme vidět ukazatele rentability aktiv a vlastního kapitálu (ROA a ROE) společně s dluhovou pozicí ve formě poměru celkového dluhu k vlastnímu kapitálu. Net Debt/EBITDA je poté ukazatel, který vyjadřuje poměr mezi čistým dluhem a provozním ziskem společnosti.

Vybrané poměrové ukazatele

ROE							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
BMW	1,0%	14,7%	19,2%	17,7%	16,1%	16,2%	16,5%
Daimler	-8,6%	13,5%	15,0%	16,6%	17,0%	12,6%	13,9%
PSA	-9,1%	8,7%	4,3%	-43,0%	-28,3%	0,0%	3,2%
Renault	-17,9%	17,9%	9,0%	7,3%	2,5%	8,6%	9,3%
VW	2,7%	16,8%	29,8%	32,0%	10,9%	14,5%	14,8%
Medián	-8,6%	14,7%	15,0%	16,6%	10,9%	12,6%	13,9%

ROA							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
BMW	0,6%	5,0%	7,3%	6,7%	3,9%	5,5%	4,8%
Daimler	-2,0%	3,4%	4,0%	4,1%	4,1%	5,5%	6,1%
PSA	-1,9%	1,7%	0,9%	-7,5%	-3,7%	0,0%	1,0%
Renault	-4,9%	5,1%	2,9%	2,4%	0,8%	1,7%	1,8%
VW	0,6%	3,6%	6,8%	7,7%	2,9%	4,0%	3,9%
Medián	-1,9%	3,6%	4,0%	4,1%	2,9%	4,0%	3,9%

Debt / Equity			
	2011	2012	2013
BMW	251%	227%	197%
Daimler	174%	215%	198%
PSA	221%	320%	402%
Renault	123%	135%	146%
VW	148%	144%	135%
Medián	174%	215%	197%

Net Debt / EBITDA			
	2011	2012	2013
BMW	3,70	3,50	3,80
Daimler	5,00	5,70	5,70
PSA	6,20	10,70	10,20
Renault	5,00	6,10	6,70
VW	3,20	3,80	3,30
Medián	5,00	5,70	5,70

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

I z hlediska rentability vlastního kapitálu jasně dominují němečtí výrobci nad těmi francouzskými. Nejlépe jsou na tom z tohoto pohledu logicky prémioví výrobci jako Daimler a BMW. Velmi slušně se však drží i masově vyrábějící Volkswagen. Vzhledem k pokračujícím útrapám francouzského trhu a při nízké diverzifikaci svých prodejů, dosahuje z porovnávání automobilek nejnižší rentability dlouhodobě PSA. Odraz do kladných hodnot by však mohl přijít již v příštím roce spolu s tím, jak by automobilce měly růst prodeje zejména v Číně.

U rentability aktiv (ROA) je situace velmi podobná. Stejně jako u ROE i zde dosáhla automobilka PSA záporných hodnot, jelikož v roce 2013 vykazovala vysokou ztrátu ve výši 2,3 mld. EUR. To Renault ještě v minulém roce vykazoval poměrně nízké hodnoty obou výše zmíněných ukazatelů - dělo se tak však především kvůli poměrně nízkému zisku společnosti ve srovnání s předchozími roky. Tento problém nízké rentability aktiv francouzských výrobců spočívá zejména v nízké efektivitě aktiv způsobené velkým podílem nevyužívaných výrobních kapacit.

Významný rozdíl mezi německými a francouzskými výrobci automobilů je i v jejich dluhovém zatížení. Zatímco se těm německým daří ve srovnání s minulými léty zadlužení snižovat, u francouzských je trend přesně opačný. Důležitým ukazatelem je v tomto ohledu poměr čistého dluhu k provoznímu zisku, který společnosti dokážou generovat. Zatímco u koncernu Volkswagen můžeme vidět poměrně příznivé hodnoty tohoto ukazatele, automobilka PSA je stále značně zadlužená.

OCENĚNÍ VYBRANÝCH AUTOMOBILEK A STANOVENÍ INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ

Ocenění jsme provedli na základě porovnání poměrových ukazatelů P/EBITDA a P/E, dle kterých se v současnosti akcie jednotlivých automobilek obchodují.

Výsledné ocenění je ovlivněno přiřazením diskontu či prémie podle specifických vlastností každé automobilky jako je tržní podíl v jednotlivých regionech, dosahované marže, potenciál růstu tržeb, zadlužení či historicky dosahované diskonty/prémie.

K získání lépe vypovídajícího vzorku trhu byly k námi oceňovaným společnostem přibrány další, svými parametry obdobné, společnosti jako Fiat, GM a Ford.

Poměrové ukazatele P/E a P/EBITDA

P/E	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
BMW	13,3	6,7	9,5	10,2	9,1	8,8	8,4
prémie / diskont	24%	7%	8%	0%	-2%	1%	-4%
Daimler	11,3	6,6	8,9	12,1	8,8	8,8	8,1
prémie / diskont	5%	6%	1%	19%	-5%	0%	-7%
PSA	7,1	3,4	NA	NA	NA	10,1	6,8
prémie / diskont	-34%	-46%	NA	NA	NA	16%	-23%
Renault	5,3	5,3	5,2	7,5	9,5	6,5	5,4
prémie / diskont	-51%	-15%	-41%	-26%	2%	-25%	-38%
VW	11,4	5,9	5,4	8,3	7,1	6,3	5,6
prémie / diskont	6%	-6%	-39%	-19%	-24%	-28%	-36%
Fiat	18,6	7,3	10,7	19,0	NA	19,5	12,5
prémie / diskont	73%	17%	22%	86%	NA	123%	43%
GM	10,2	5,7	8,4	9,3	12,3	7,0	6,8
prémie / diskont	-5%	-9%	-5%	-9%	32%	-20%	-23%
Ford	7,7	7,1	8,8	10,6	13,2	8,7	7,4
prémie / diskont	-28%	14%	0%	4%	42%	0%	-15%
Medián	10,8	6,3	8,8	10,2	9,3	8,7	7,1
Průměr	10,6	6,0	8,1	11,0	10,0	9,5	7,6

P/EBITDA	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
BMW	2,9	2,2	3,0	3,3	4,4	3,8	3,6
prémie / diskont	-11%	0%	-5%	-11%	6%	8%	10%
Daimler	5,1	3,0	3,6	5,2	4,3	4,0	3,4
prémie / diskont	57%	36%	14%	41%	4%	12%	5%
PSA	1,3	0,7	0,8	1,7	2,6	2,1	1,7
prémie / diskont	-60%	-68%	-75%	-54%	-37%	-42%	-49%
Renault	3,2	1,9	2,7	4,1	3,9	3,4	3,1
prémie / diskont	-2%	-14%	-14%	11%	-4%	-5%	-5%
VW	3,3	2,5	3,3	3,3	3,0	3,0	2,7
prémie / diskont	2%	14%	5%	-11%	-27%	-17%	-17%
Fiat	2,5	0,8	0,6	0,9	1,2	1,1	0,9
prémie / diskont	-23%	-64%	-81%	-76%	-72%	-70%	-71%
GM	4,6	2,2	8,0	10,1	5,4	3,7	3,6
prémie / diskont	42%	0%	154%	173%	31%	5%	11%
Ford	3,8	3,0	3,9	5,2	7,4	5,2	4,7
prémie / diskont	17%	36%	24%	41%	78%	46%	44%
Medián	3,3	2,2	3,2	3,7	4,1	3,6	3,2
Průměr	3,3	2,0	3,2	4,2	4,0	3,3	3,0

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Za nejvyšší násobky očekávaných čistých zisků příštích let se z námi sledovaných automobilek v současnosti obchodují německé prémiové značky, a sice BMW a Daimler. Jak ukazují historická data, jde o situaci poměrně častou. Nicméně oproti ocenění celého trhu si v minulosti držely obě tyto automobilky určitou prémii, a to zhruba 10%. Nyní se obchodují naopak s mírným diskontem vůči trhu. V našem ocenění tedy tento rozdíl dorovnáme přidáním 20% prémie pro ukazatel P/E.

Přidáním prémie se dostáváme na úroveň minulých let či dokonce mírně nad ni. K vyššímu než současnému ocenění akcií obou automobilek relativně k trhu nás vede především vývoj hospodaření těchto společností, které z evropské automobilové krize vyšly jako vítězové. Jejich výrobní kapacity jsou využity naplno a zejména v Číně silně roste poptávka po jejich produkci.

Dle ocenění P/EBITDA_{2015; 2016} se BMW obchoduje 8-10 % nad tržním mediánem, přičemž historicky se ocenění BMW pohybovalo spíše 10 % pod trhem. Dle našeho názoru si akcie BMW nezaslouží tak silný diskont oproti trhu. Za poslední roky se navíc společnost dařilo snížit její zadlužení mnohem rychleji, než to zvládla konkurence. K výslednému ocenění akcií tak přidáme jen 10% diskont, čímž se dostaneme na úroveň ocenění celého trhu.

Velmi nízkého ocenění dle P/EBITDA_{2015; 2016} nyní dosahují akcie Daimleru. Ceny kolem čtyřnásobku očekávaného zisku EBTDA jsou z historického hlediska spíše podprůměrné a hlavně jsou jen velmi mírně nad úrovní ocenění celého trhu. V předchozích letech si přitom akcie Daimler držely mnohem vyšší prémie oproti odvětví. Vzhledem k tomu, že fundament společnosti se nezhoršil, ba právě naopak, jsme nuceni tuto disproporci v ocenění dorovnat přiznáním 30% prémie.

S velmi nízkými násobky P/E_{2015; 2016} i P/EBITDA_{2015; 2016} se obchodují akcie Renault, což je v souladu s historickými daty, kdy si Renault vždy dle těchto ukazatelů udržoval citelnější diskont oproti trhu. Akciím tedy nebudeme přiřazovat žádný diskont/prémii oproti tržnímu ocenění.

PSA se po třech ztrátových letech nejspíše v příštím roce vrátí do černých čísel. Oproti mediánu tržního ocenění se akcie PSA obchodují s premií dle ocenění ukazatelem P/E₂₀₁₅ a diskontem dle ocenění ukazatelem P/E₂₀₁₆. PSA je automobilkou, kterou společně s Fiatem zasáhla automobilová krize nejsilněji. Firma ztratila určitý podíl na evropském trhu, vykazované marže jsou silně podprůměrné, rentabilita neuspokojivá, přičemž zadlužení je stále zvýšené. Akciím tedy přiřazujeme 20% diskont, čímž se ocenění relativně k tržnímu mediánu dostane na své historicky průměrné úrovni. Silnějším diskontu zabraňuje nová aliance s čínským partnerem Dongfeng, prostřednictvím níž se PSA otevírá cesta na velmi atraktivní trh a také výhled zlepšení rentability.

Akcie Volkswagenu pro nás znamenaly největší zklamání vzhledem k tomu, že za letošní rok odepsaly již více než 20 % (-9 % od data vydání naší předchozí analýzy). Příčinou současného negativního sentimentu obklopujícího Volkswagen je více. Jako ty zásadní vnímáme nepřesvědčivý nárůst marží spolu se všudypřítomným rizikem další velké akvizice a také neutěšenou situaci na ruském trhu. Volkswagenu tak ani přes jeho v současnosti relativně nízkému ocenění (dle ukazatele P/EBITDA dokonce silně podprůměrnému), nepřiznáváme žádnou prémie.

Cílové ceny a doporučení

Na základě cílových cen získaných dle ocenění tržním mediánem ukazatelů P/EBITDA a P/E pro roky 2015 a 2016 a jejich následným zprůměrováním (oběma ukazatelům byla přiřazena stejná váha) byla vypočtena očekávaná cena akcie každé automobilky v horizontu příštích dvanácti měsíců. K této hodnotě jsme následně přiřadili určitý diskont či prémii dle unikátních specifik každé společnosti.

Takto upravenou výslednou hodnotu porovnáme s aktuální tržní cenou (závěr ze dne 8.10.2014) a dle metodiky uvedené na předposlední straně tohoto dokumentu stanovíme investiční doporučení.

Cílové ceny							Minulé doporučení	
[€]	Cena tržní	Cena cílová	Upraveno o koeficient		Doporučení	Cena cílová	Doporučení	
			Rozdíl	beta				
BMW	81,2	85,2	4,9%	4,2%	Držet	79	Držet	
Daimler	57,8	65,0	12,4%	10,2%	Akumulovat	56	Držet	
PSA	9,8	12,1	23,1%	14,9%	Akumulovat	11	Prodat	
Renault	54,6	65,6	20,1%	12,6%	Akumulovat	68	Akumulovat	
Volkswagen	155,3	204,3	31,6%	29,5%	Koupit	210	Koupit	

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Akcie společnosti BMW jsou dle našich výpočtů v současnosti férově oceněny a ponecháváme tak naše loňské investiční doporučení na úrovni „Držet“. Cílovou cenu mírně zvyšujeme z předchozích 79 EUR na 85,2 EUR.

Obdobně jako BMW i Daimler naplnil naše loňská očekávání, přičemž současná cena jeho akcií je prakticky na úrovni námi vloni stanovené cílové ceny. Daimler jako jedna z mála evropských automobilek nemá problém s odbytem a naopak investuje do nových výrobních kapacit. To povzbuzuje naši důvěru v pozitivní vývoj budoucího hospodaření společnosti a zvyšujeme tak cílovou cenu z předchozích 56 EUR na 65 EUR. Investiční doporučení zní „Akumulovat“.

Uplynulé roky byly pro automobilku PSA velmi bolestné, šlo o období silných ztrát a oslabení tržního podílu na klíčovém evropském trhu. Zároveň se však managementu podařilo získat silného strategického partnera v podobě jedné z nejsilnějších čínských automobilek. Za firmu se navíc postavila i francouzská vláda, což nás vede k přesvědčení, že nejhorší má již firma za sebou. Zvyšujeme tedy naše investiční doporučení z „Prodat“ na „Akumulovat“ s cílovou cenou 12,1 EUR.

Akciím společnosti Renault se od data vydání naší předchozí analýzy, ve které jsme je doporučovali „Akumulovat“ s cílovou cenou 68 EUR, poměrně dařilo. Během následujícího zhruba půl roku posílily až o 26 % nad 75 EUR. Tento růst však vzal za své s propuknutím ukrajinsko-ruské krize a následným propadem ruského automobilového trhu. Nyní jsou veškeré zisky akcií Renaultu smazány a výkonnost je dokonce záporná. Renaultu však nadále věříme a opakujeme doporučení „Akumulovat“ s cílovou cenou 65,6 EUR. Otřesy na ruském trhu se totiž i díky programu šrotovnímu mohou ukázat jako krátkodobé.

Obdobný vývoj akcií jako u Renaultu zaznamenal Volkswagen. I ten silně v úvodních několika měsících po vydání naší analýzy silně posiloval, a to až nad 200 EUR z úvodních 175 EUR, nicméně do konce našeho dvanáctiměsíčního investičního horizontu tyto zisky neudržel a akcie skončily v 6% záporu. Zde sehrál také svou roli neuspokojivý vývoj v Rusku a na jiných rozvíjejících se trzích. Předpokládáme, že všechna tato negativa jsou již plně započtena v současném ocenění akcií a investoři se začnou opět soustředit na vývoj společnosti na jejích hlavních trzích. Akcie Volkswagen tak doporučujeme „Koupit“ s cílovou cenou 204,3 EUR.

Citlivostní analýza

O tom, jak stanovení diskontu či prémie k cílové ceně ovlivňuje její konečnou úroveň, vypovídá následující tabulka. Tučně jsou vyznačeny zvolené hodnoty.

Citlivost cílové ceny na přiřazený diskont/prémii						
[€]		BMW	Daimler	PSA	Renault	VW
Diskont	-30%	63,1	40,1	10,2	50,4	157,2
	-25%	64,5	41,6	10,5	52,8	163,5
	-20%	67,1	43,4	12,1	56,3	170,3
	-15%	70,2	45,5	12,4	56,8	204,3
	-10%	73,2	47,4	13,2	59,6	185,8
	-5%	77,0	49,9	13,6	62,9	195,3
	0%	80,6	52,1	14,5	65,6	204,3
Prémie	5%	58,2	54,5	15,4	68,5	214,3
	10%	88,6	57,3	15,9	72,1	224,8
	15%	92,6	59,8	16,4	75,0	234,7
	20%	96,7	62,5	17,4	78,7	245,2
	25%	100,6	65,0	18,3	81,6	255,1
	30%	104,7	67,7	18,8	85,2	265,6

Zdroj: Cyrrus

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

- a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni 9.10.2014:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	37,9
Akumulovat	8	27,6
Držet	8	27,6
Prodat	2	6,9
V revizi	0	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:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **20 %, upravených koeficientem beta** (např. při koeficientu beta = 1,25x je požadovaná hranice $20 \times 1,25 = 25$ % nad aktuálním kurzem). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Akumulovat:

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje aktuální tržní kurz akcie o **10 %, upravených koeficientem beta** (výpočet viz výše). Koeficient beta je převzat z oceňovacího modelu založeného na diskontovaných peněžních tocích, pokud takový byl pro stanovení cílové ceny použit, přičemž se použije koeficient beta prvního diskontovaného roku. Pokud nebyl do výpočtu cílové ceny zapojen diskontní model, použije se aktuální koeficient beta dle agentury Bloomberg, vypočítaný standardním nastavením dle agentury Bloomberg (tj. dvouletá týdenní data vůči hlavnímu domácímu akciovému indexu).

Držet

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie převyšuje nebo je rovna aktuálnímu tržnímu kurzu akcie (a zároveň nesplňuje podmínky pro zařazení do investičních stupňů „akumulovat“ resp. „koupit“).

Prodat

Dvanáctiměsíční cílová cena akcie je nižší než aktuální tržní kurz akcie.

Časové rozlišení:

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

Odhady budoucích výsledků hospodaření

Odhady budoucích výsledků hospodaření pro akciové tituly ze segmentu SPAD BCPP použité v investičních doporučeních CYRRUS, a.s. jsou vlastní odhady společnosti, není-li uvedeno jinak. Odhady budoucích výsledků hospodaření pro ostatní akciové tituly jsou převzaty z databází Bloomberg, příp. Reuters.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Investiční strategie, ČEZ, NWR, banky
Jiří Šimara	Brno	simara@cyrrus.cz	Automobilky, ocelárny, spotřební zboží
Tomáš Menčík, CFA	Brno	mencik@cyrrus.cz	Farmacie, chemie, technologie, telekomy

Trading & Sales:

Dušan Jilčík	Brno	jilcik@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Corporate finance:

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

Výhrada (disclaimer):

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

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

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

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

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

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