

# EVROPSKÉ AUTOMOBILKY

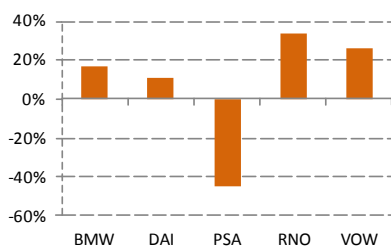
## Který výrobce si poradí s rostoucími výzvami nejlépe?

Jiří Šimara  
Analytik  
[simara@cyrrus.cz](mailto:simara@cyrrus.cz)  
+420 538 705 733

Titul	Investiční doporučení	Měna	Cílová cena	Aktuální cena*	P/E 2013e	P/E 2014e	EV/EBITDA 2013e	EV/EBITDA 2014e
BMW	Akumulovat	EUR	66,3	60,5	7,8	7,4	7,9	7,3
Daimler	Držet	EUR	37,3	37,8	6,3	6,0	7,6	7,3
PSA	Prodat	EUR	5,1	5,8	7,5	7,1	3,6	2,3
Renault	Koupit	EUR	43,1	35,8	8,8	7,4	3,9	3,4
Volkswagen	Koupit	EUR	170,2	146,5	5,3	4,5	6,7	5,9

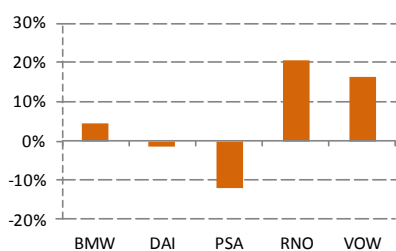
\* závěrečná tržní cena ke dni 24.10.2012

### Změna ceny akcií peer group od 1.1.2012



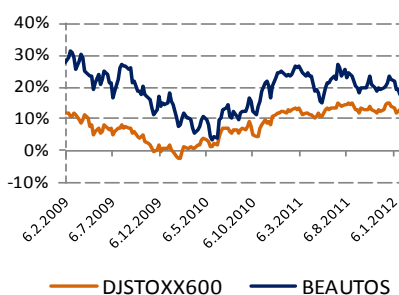
➤ Evropský automobilový trh letos dle našich odhadů poklesne o 7,7 % yoy, což znamená nejvyšší meziroční propad prodeje za posledních 19 let. Objem prodaných vozů na evropském trhu se tak sníží až na úroveň z roku 1995. Pokles poptávky se přitom nedotkne všech evropských zemí rovnoměrně. Nejvíce jsou zasaženy ty země, které prochází silným ekonomickým útlumem vlivem dluhové krize. Právě dluhová krize a její důsledky byly tím, co nás vedlo k revizi námi očekávaného vývoje evropského automobilového trhu. Prodeje osobních vozů za rok 2011 ještě skončily dle našeho očekávání, nicméně na letošní rok revidujeme náš výhled z poklesu o 1,1 % yoy na 7,7% yoy pokles a stabilizaci očekáváme na místo v roce 2013 nejdříve v roce 2014.

### Rozdíl cílové ceny vůči tržní ceně k 24.10.2012



➤ Protipólem zklamání z Evropy je silnější než očekávaná obnova ekonomiky v USA a s tím spojené silnější prodeje osobních vozů na tomto trhu. Po růstu prodeje o 10,8 % yoy v roce 2011 by letos mělo dojít k dalšímu silnému růstu, a to o 9,5 %. V USA se tak prodá 14,3 mil. vozů, což je dle našich odhadů o 2 mil. vozů více než prodeje v rámci trhu EU27+EFTA. Prodeje nových vozů by přitom ve Spojených státech měly růst i v následujících letech, čehož se budou automobilky snažit využít jako kompenzaci za slabý vývoj v Evropě.

### Vývoj indexů a DJSTOXX600 a BEAUTOS



➤ Na čínskou ekonomiku silně dopadla evropská dluhová krize a s ní spojená snížená poptávka po čínském zboží. I na Číňany tak přeneseně působí evropské problémy a jejich důvěra v ekonomiku vytrvale klesá. Po růstu prodaných vozů o 2,7 % yoy v roce 2011 na 18,5 mil. letos předpokládáme také jen mírný meziroční růst prodeje, a to o 3,5 % na 19,2 mil. vozů. Potenciál čínského trhu však ještě není ani zdaleka vyčerpán a již v roce 2013 očekáváme silnější, 8% meziroční růst. Podle našich odhadů dosáhne čínský automobilový trh do tří let kombinované velikosti trhu Německa, Japonska a USA.

➤ Obdobně jako v předchozích analýzách je i stanovení cílové ceny v této analýze postaveno na srovnání ukazatelů EV/EBITDA a P/E. Podle specifických charakteristik každé automobilky je pak určen diskont či prémie a na základě potenciálu k predikované cílové ceně je stanoveno investiční doporučení. Koupit doporučujeme akcie Renault a Volkswagen, akumulovat akcie BMW, držet akcie Daimler a prodat akcie Peugeot.

## EVROPSKÝ AUTOMOBILOVÝ TRH SE ODE DNA JEŠTĚ NEODRAZIL

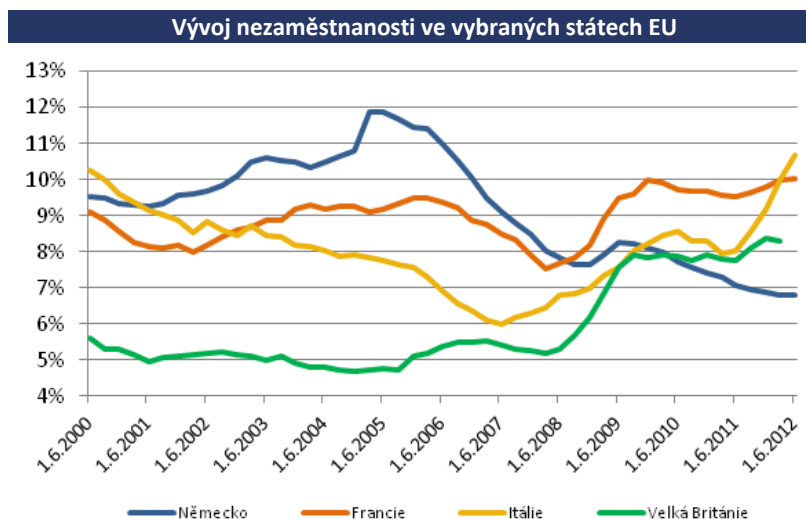
Ještě v loňském roce byla Evropa druhým největším automobilovým trhem na světě, kde se prodalo více než 13 mil. nových vozů. Nicméně již od roku 2008 je na starém kontinentu patrné každoroční slábnutí a jeho podíl na celosvětových prodejkách vozů se snížil z 34 % v roce 2000 na očekávaných 25 % letos.

V současnosti tak Evropa působí světovým automobilkám velmi palčivé problémy. Jen během prvních devíti měsíců letošního roku poklesly prodeje v zemích EU plus zemích EFTA (Island, Lichtenštejnsko, Norsko a Švýcarsko) o 7,2 % yoy. K nejvyšším poklesům prodejů přitom došlo na trzích, které tvoří první linii evropské dluhové krize, tedy v Řecku (-42,5 % yoy), Portugalsku (-39,7 % yoy) či Itálii (-20,5 % yoy). S poklesy na menších trzích si automobilky dovedou bez větších problémů poradit. Nicméně vrásky jim způsobují slabé prodeje v Itálii, což je čtvrtý největší trh s automobily v Evropě, a především ve Francii. Francie, jakožto druhý nejvýznamnější trh automobilek v Evropě, letos co do registrací nových vozů meziročně poklesla již o víc jak 13 %.



## ŽIVOTNÍ ÚROVEŇ EVROPANŮ KLESÁ

Vzhledem k tomu, jak se vyvíjí makroekonomické ukazatele zejména v Itálii a ve Španělsku, nelze v brzké době očekávat změnu v chování zákazníků na těchto trzích ve smyslu vyšších nákupů nových vozů. Pohled na vývoj nezaměstnanosti v těchto zemích rozkryje původ této myšlenky. V Itálii vzrostl k srpnu 2012 počet nezaměstnaných na 10,7 % vs. 8,4 % k srpnu 2011. Ve Španělsku je situace ještě horší. Zde vzrostla nezaměstnanost z 22,5 % k srpnu 2011 na 25,1 % k srpnu 2012.



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

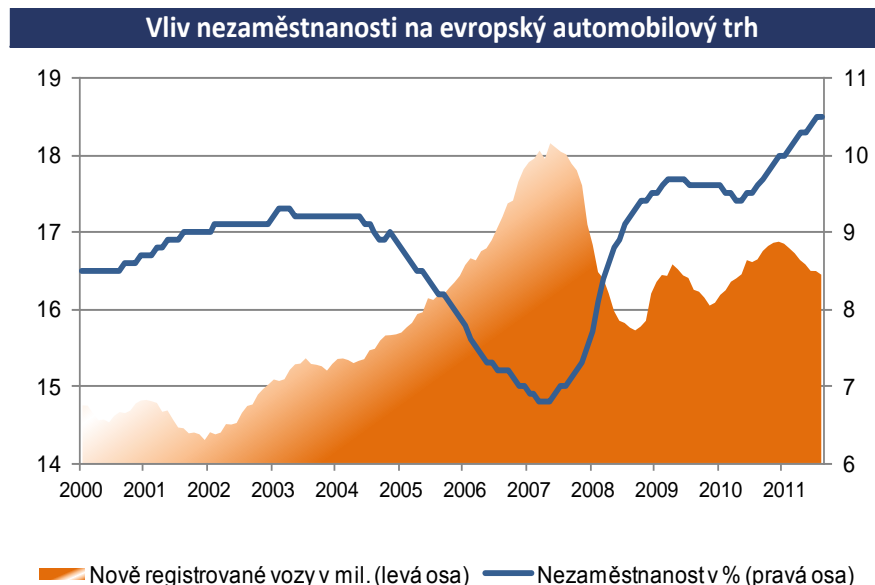
Dříve navíc byly významným generátorem růstu prodeje nákupů prvního vozu mladými lidmi. Tento faktor je vzhledem k současné situaci v Evropě velmi oslaben. Ve Španělsku se zvedla nezaměstnanost mezi mladými (lidé do 25 let) až na 52,9 % k srpnu 2012. Mladí lidé bez práce ovšem nejsou doménou jen Španělska, tento problém se rozšiřuje po celé Evropě. Dle srpnových dat bylo nezaměstnaných 22,8 % mladých Evropanů. V této situaci jsou tak nuceni mladí lidé oddálit nákupy ne tak nutných statků jako jsou právě automobily dále do budoucnosti.

Jediným velkým trhem v Evropě, který si prozatím dokázal udržet své úrovně, je Velká Británie. V té se k září meziročně zvýšily prodeje vozů o 4,3 % na 1,62 mil. vozů. Největší evropský trh Německo letos se svým 1,8% meziročním poklesem prodeje vykazuje poměrně silnou rezistenci na negativní dění v jeho nejbližším okolí. Další vývoj v Německu vzhledem k jeho velikosti (24 % trhu EU + EFTA) bude pro automobilky, a zejména ty německé, klíčový.

Poptávka Němců po vozech nijak závratně nezpomaluje díky silnému domácímu pracovnímu trhu. Jak ukazuje graf výše, nezaměstnanost se v Německu již od začátku roku 2005 snižuje. Nijak výrazně se přitom na zhoršení situace na německém pracovním trhu nepodepsala ani ekonomická krize. Nezaměstnanost se mezi lety 2008 a 2009 zvýšila jen velmi nepatrně a od července roku 2009 začala německá ekonomika opět tvořit nová pracovní místa.

Za celou eurozónu se v současnosti pohybuje nezaměstnanost na rekordní úrovni 11,3 %. Přitom ještě na konci roku 2007 nezaměstnanost dosahovala jen 7,4 %. Dosavadní makrodata přitom nevypovídají o tom, že by se tato špatná situace měla v nejbližší době začít obracet. Spíše naopak. Velký počet pracovních míst by mohl ubýt právě v automobilovém průmyslu, který v současnosti bojuje s vysokými nevyužitými výrobními kapacitami. Odhaduje se, že pokud by opravdu došlo k uzavření továren tak, aby klesl podíl nevyužívaných kapacit na udržitelnou úroveň, přišel by evropský pracovní trh až o sto tisíc pracovních míst.

O tom, jak je silná korelace mezi nezaměstnaností a prodeji nových vozů vypovídá následující graf.



Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Kvůli pokrytí celého evropského trhu byla zvolena nezaměstnanost za země ne v rámci eurozóny, ale celé EU27. Nezaměstnanost na tomto trhu dosahuje k srpnu 2012 úroveň 10,5 % a drží se tak na svých historických maximech. Naproti tomu na levé ose jsou zobrazeny měsíční anualizované registrace osobních a lehkých užitkových vozů v rámci těchto zemí. Silně záporná korelace je naprosto evidentní. Současná vysoká nezaměstnanost navíc napovídá, že automobilový trh v Evropě své dno ještě nenalezl. Udržení registrací na současných úrovních bylo prozatím vykoupeno snížením prodejní ceny, což se negativně promítlo do marží automobilek.

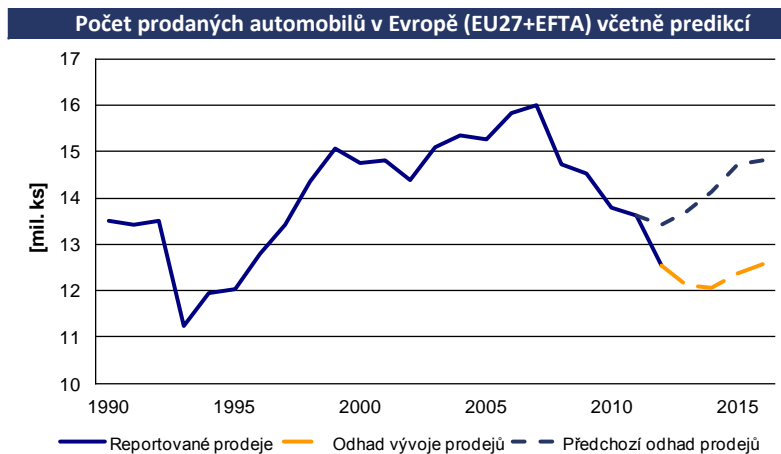
### PŘÍLIŠ VYSOKÉ NEVYUŽITÉ VÝROBNÍ KAPACITY DUSÍ AUTOMOBILKY

Na klesající evropský automobilový trh musí automobilky reagovat snížením výroby ve svých závodech. Využití výrobní kapacity tak rychle klesá, což má negativní vliv na efektivitu výroby. Toto je hlavním důvodem, proč tak vysoký počet automobilek zaznamenává ze svých činností v Evropě ztráty. Aby byly závody dostatečně ziskové, měly by být kapacity využity alespoň ze 75 %. Realitou ovšem jsou závody, které jsou využívány v průměru jen z 60-70 %. Z této situace tak vedou dvě cesty. Buď se zvýší poptávka po vozech na evropském trhu, což dovolí opět vyrábět více vozů a problém s nevyužitými kapacitami odpadne, nebo, a to je v současné době pravděpodobnější, dojde k uzavírání výrobních závodů. Z ekonomického hlediska by mělo nejdříve dojít k uzavření těch závodů, které jsou nejvíce zastaralé, a tedy i kdyby jely na plný výkon, byly by z výrobního hlediska méně efektivní. Nicméně výraznou roli v rozhodování managementu jednotlivých automobilek budou hrát politické tlaky a také silné postavení odborů. Dalším omezením při uzavírání kapacit je nutnost vyplácet vysoké odstupné zaměstnancům, což jednorázově navýší nákladové položky automobilek.

I z hlediska nevyužívaných výrobních kapacit lze najít mezi automobilkami výrazné rozdíly. Nejhůře na tom je z tohoto pohledu italský Fiat, jehož závody, dle odhadů, využívají jen zhruba 50 % své kapacity. Šéf Marchionne dokonce uvažuje o umožnění ostatním výrobcům využívat stávající italské kapacity (nejvíce se přitom mluví o partnerské Mazdě). Velké problémy působí nízké využívání výrobních kapacit i Peugeotu, který své továrny využívá jen z 60-65 %. Naopak němečtí výrobci (až na Opel) žádné takové problémy nepocítují. V průměru se v Německu využití výrobních kapacit pohybuje okolo 90 %, přičemž automobilky jako Daimler či BMW dokonce plánují investice na rozšíření továren.

## PREDIKCE VÝVOJE EVROPSKÉHO AUTOMOBILOVÉHO TRHU

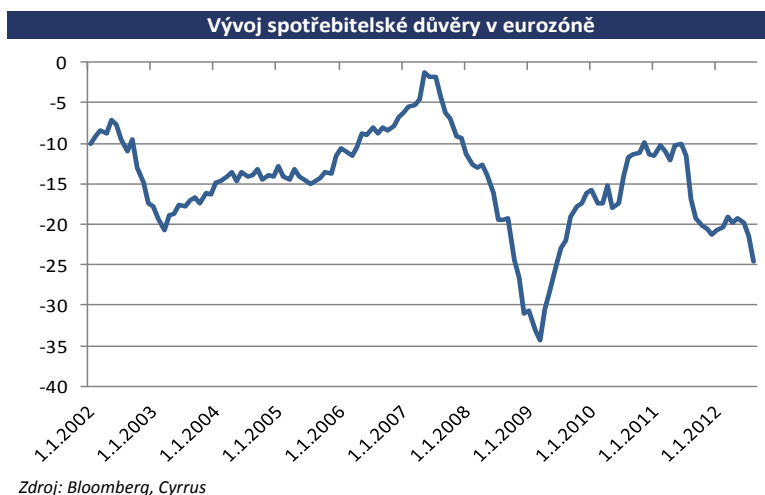
V našem modelu počítáme, že letos dojde k poklesu prodejů na trhu EU27+EFTA o 7,7 % yoy (pokles již pátým rokem v řadě) a prodeje by tak měly být nejnižší od roku 1995. I pro rok 2013 předpokládáme pokles prodejů, a to o 3,4 % yoy, pozvolná stabilizace evropského automobilového trhu by měla přijít až od roku 2014. Takto negativní výhled pro Evropu je dán zejména probíhající evropskou dluhovou krizí a jejími důsledky na celý spotřebitelský sektor. Kvůli rostoucí nezaměstnanosti a provádění různých reforem se obyvatelům výrazně snížily disponibilní příjmy, a tak se nákup relativně zbytečného zboží jako jsou automobily, odsunuje dále do budoucnosti.



Výhled představený v naší předchozí analýze přitom s tak razantním poklesem evropského trhu nepočítal. Podle něj se měly prodeje vozů v roce 2012 snížit jen o 1,1 % yoy na místo v současnosti revidovaných 7,7 % yoy. Dna mělo být přitom dosaženo již v roce 2013, i tento odhad nyní měníme a předpokládáme, že evropský automobilový trh dosáhne svého dna nejdříve v roce 2014 a růst od roku 2015, přičemž rizika vidíme spíše směrem dolů.

## SPOTŘEBITELSKÁ DŮVĚRA EVROPANŮ NA BODU MRAZU

Následující graf dokládá zhoršené vnímání ekonomické situace mezi evropskými spotřebiteli. Nálada obyvatel je nejhorší od roku 2009 a nezdá se, že by v brzké době mělo dojít k nějakému zvratu. Především se na tomto negativismu podepisuje již výše zmíněná rostoucí nezaměstnanost v kombinaci s reformními kroky (zvyšování daní a snižování vládních výdajů) většiny evropských vlád.



Na zhoršené podmínky reagují evropští spotřebitelé odložením nákupu nových vozů. Nejvíce je touto praxí postižen segment malých městských automobilů, které byly koncipovány jako druhé až třetí auta do rodiny. Jak dlouho bude takto nepříznivá situace v Evropě trvat záleží na obnově trhu práce, který, zdá se, ještě nenašel své dno. Proto tedy předpokládáme trvajících poklesy evropského automobilového trhu až do konce roku 2014. Nejedná se přitom o ten nejvíce skeptický odhad na trhu. Například šéf Fiatu, Sergio Marchionne, očekává obnovu evropského automobilového trhu až od roku 2020.

### LÍDŘI EVROPSKÉHO AUTOMOBILOVÉHO TRHU

Míra, s jakou nepříznivá situace na evropském automobilovém trhu ovlivní jednotlivé automobilky, záleží na tom, jak moc jsou na Evropě závislé. Následující tabulka zobrazuje hlavní hráče na tomto trhu a jejich závislost na něm je určena tím, jak velkého podílu z celkových tržeb zde dosahují.

Dlouhodobým leaderem na evropském trhu je Volkswagen, kterému se dokonce podařilo za letošní rok nejvíce posílit na tomto trhu. Tržní podíl za posledních osm měsíců zvýšil z 24 % až na 28,2 %. Dalšími automobilkami, které zvýšily svůj tržní podíl v Evropě, jsou Hyundai-Kia (z 5,5 % na 6,6 %), BMW (z 5,3 % na 5,9 %) či Daimler (z 4,9 % na 5,5 %). Nejvíce naopak oslabil Ford (z 12,4 % na 11,3 %) následovaný Fiatem (z 6,9 % na 5,2 %) a PSA (z 12,4 % na 11,3 %). Tržní podíl Renaultu i GM zůstal na takřka stejných úrovních jako na začátku letošního roku.

	Podíl na evropském trhu* v %	Podíl z celkových tržeb za rok 2011 v %
<b>VW</b>	28,2	65,2
<b>PSA</b>	11,3	75,9
<b>Renault</b>	8,5	64,3
<b>GM</b>	7,5	16,8
<b>Hyundai-Kia</b>	6,6	26,6
<b>Ford</b>	6,0	25,9
<b>BMW</b>	5,9	49,1
<b>Daimler</b>	5,5	37,0
<b>Fiat</b>	5,2	30,8

\*EU27 + EFTA, data k srpnu 2012

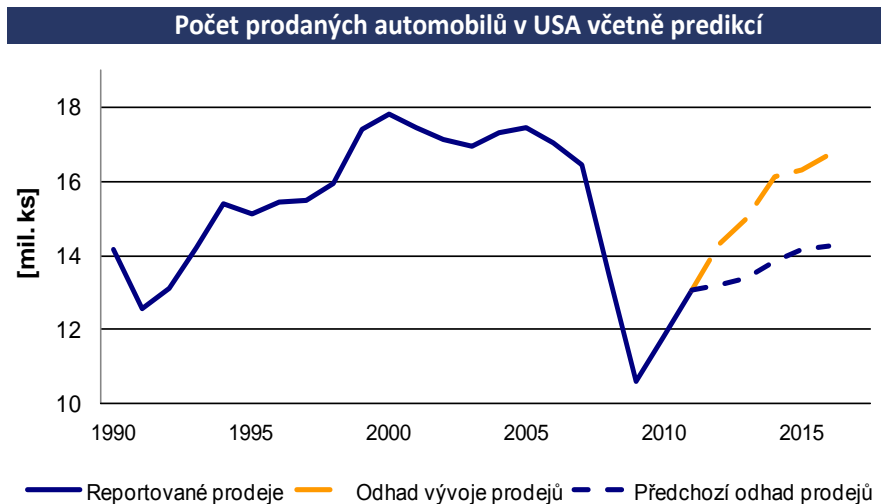
Zdroj: Bloomberg, Cyrrus, Capital IQ

Nejvíce závislý na evropských tržbách je PSA. Tyto tržby přitom z víc jak 40 % generuje na jedněch z nejslabších evropských trzích, což je Francie, Itálie a Španělsko. Francouzský trh, tedy ten, na kterém PSA generuje zhruba každé čtvrté euro svých tržeb, by při naplnění nejoptimističtějšího scénáře měl letos poklesnout meziročně o 10 % (v našem modelu počítáme s poklesem o 13 % yoy).

Silnou závislost na evropském trhu mají i další významné masově vyrábějící evropské automobilky, a to Volkswagen a Renault. U Volkswagenu ovšem celou třetinu evropských tržeb tvoří domácí, německý, trh. Německý trh, vyjádřený nově registrovanými osobními vozy, v letošním roce pouze stagnuje a neprochází tak silným poklesem jako domácí trh Peugeotu a Renaultu. Volkswagenu se navíc zatím daří nahradit stagnující prodej v Evropě na trzích v Asii a USA.

## NADĚJNÝ VÝVOJ AUTOMOBILOVÉHO TRHU V USA

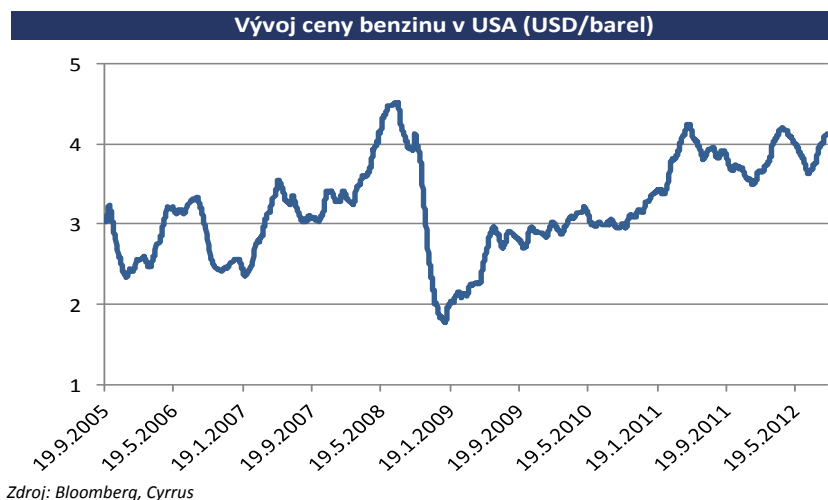
USA jsou po Číně druhým největším automobilovým trhem na světě a stále ještě největším trhem prémiových vozů. Situace v USA přitom není ani zdaleka tak špatná jako v Evropě. Po sérii poklesů trhu z let 2006 až 2009, došlo k obnově poptávky po nových vozech a v letech 2010 až 2011 prodeje rostly dvouciferným tempem. V letošním roce předpokládáme pokračování tohoto trendu dvouciferného růstu, díky čemuž by měly prodeje v USA vzrůst na takřka 14,3 mil. vozů.



Zdroj: WardsAuto, Cyrrus

Oproti dřívější analýze revidujeme naše odhady pro růst prodejů automobilů na US trhu z 13,4 mil. vozů na 14,3 mil. vozů v letošním roce a z 13,7/14,1 mil. vozů v roce 2013 resp. 2014 na 15/16,1 mil. vozů. Důvodem zvýšení našich odhadů je rychlejší obnova americké ekonomiky podpořená oživením tamního trhu práce i trhu nemovitostního, které je silnější, než s čím počítaly naše původní predikce.

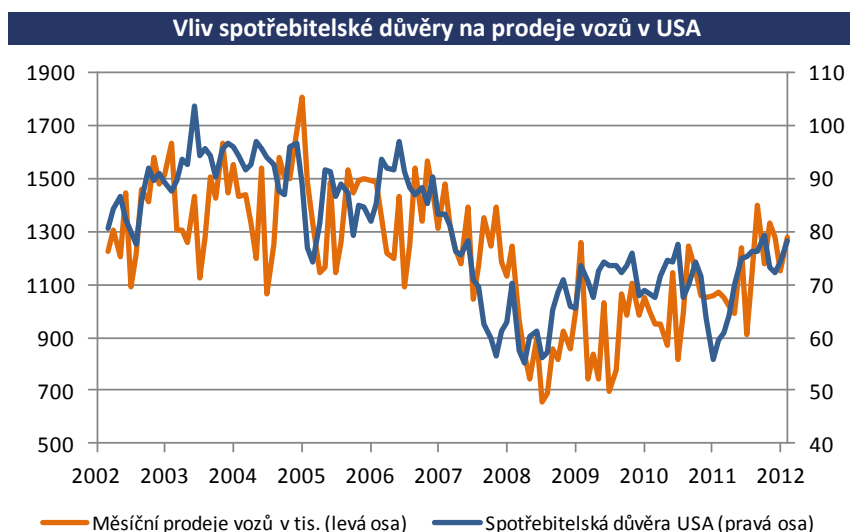
Tak vysoké prodeje, jakých automobilový trh v USA dosahoval ještě před začátkem krize, ovšem v následujících letech stále neočekáváme. Důvodem je stále ještě vyšší nezaměstnanost, kterou se nedaří přesvědčivě stlačit pod 8 %, vysoké zadlužení amerických domácností a také poměrně vysoké ceny benzínu. Právě vývoj ceny benzínu v USA ilustruje následující graf.



Naopak pozitivním faktorem je pokračující, i když stále ještě křehké, posilování americké ekonomiky a také stárnoucí vozový park v USA, který při své obnově výrazně přispěje k nákupům nových vozů. V období mezi lety 2000 až 2005, kdy byly prodeje vozů v USA na vrcholu, se prodalo přes 100 mil. vozů a tyto vozy v současnosti dosahují stáří 7-12 let, což je obvyklý počet let při jejich výměně. Předpokládáme, že právě obnova vozového parku přispěje k celkovému podílu nákupů nových vozů ze 70-80 % v následujících třech letech. Návrat prodeje na předkrizové úroveň, kdy se za rok prodalo v USA přes 17 mil. vozů, předpokládáme ale nejdříve až v roce 2017.

### AMERIČTÍ SPOTŘEBITELÉ ZAČÍNÁJÍ OPĚT DŮVĚŘOVAT EKONOMICE

Velmi silnou korelaci lze najít mezi prodeji vozů a důvěrou amerických spotřebitelů. Před krizí se spotřebitelská důvěra v USA pohybovala v pásmu 80 až 90 bodů. Následkem krize se důvěra spotřebitelů propadla pod 60 bodů, nicméně v současnosti se vlivem zesílení trhu práce v USA a růstu disponibilních příjmů opět blíží k úrovni 80 bodů a s ní rostou také prodeje vozů. V následujících letech předpokládáme pokračování tohoto trendu s tím, jak bude nadále přibývat pracovních míst v USA.



Zdroj: WardsAuto, Cyrrus

### LÍDŘI AUTOMOBILOVÉHO TRHU V USA

Automobilový trh v USA je dlouhodobě rozdělen mezi „Detroitskou trojku“ a Toyotu. Dohromady jsou tyto čtyři automobilky zodpovědné za takřka 60 % všech prodaných osobních vozů ve Spojených státech.

	Podíl na US trhu k září 2012 v %	Podíl z celkových tržeb za rok 2011 v %
<b>GM</b>	17,8	54,1
<b>Toyota</b>	14,5	20,7*
<b>Ford</b>	14,4	52,2
<b>Chrysler</b>	11,9	69,1
<b>Honda</b>	9,9	37*
<b>Hyundai-Kia</b>	9,2	32,8*
<b>Nissan</b>	7,8	26,5*
<b>Volkswagen</b>	4,1	11*
<b>Daimler</b>	2,1	20,9
<b>BMW</b>	2	16,7

\* údaje za celou Severní Ameriku  
Zdroj: Bloomberg, Cyrrus, Capital IQ



Velmi specifickým hráčem US trhu je Toyota. Ta od roku 2001 postupně zvedala svůj tržní podíl z 10 % až na 17 % v roce 2009, kdy lídr trhu GM procházel nucenou restrukturalizací. Toyota se tak takřka stala jedničkou na USA trhu, nicméně plány managementu byly překaženy jednak technickými závadami, kdy Toyota musela celosvětově svolat 8 mil. vozů k opravě, a také kvůli přírodní katastrofě z března roku 2011, kdy zase zemětřesení a následné tsunami poničilo její výrobní závody a Toyota tak nebyla schopna vyrábět a vyvážet vozy na tento trh. V současnosti ovšem Toyota, i přes další problémy jako je např. silná domácí měna, opět posiluje na US trhu a dohání tak náskok GM.

Z evropských automobilek má na tomto trhu největší podíl německý Volkswagen. Nicméně současných 4,1 % tržního podílu je jen zhruba polovina trhu, který Volkswagen zabíral v sedmdesátých letech, kdy jeho popularita v USA vrcholila. Současný plán Volkswagenu počítá s opětovným růstem prodejů v USA až na 6% tržní podíl do roku 2018, což znamená prodávat zde ročně 800 000 vozů. V loňském roce VW prodal na území USA 444 300 vozů, což znamenalo 23,3% meziroční nárůst. Za prvních 9 měsíců letošního roku zde prodal 323 089 vozů, tj. 37,2% meziroční růst. Cíl VW na takřka zdvojnásobení svých prodejů v USA je dosažitelný z hlediska předpokládaného růstu automobilového trhu Spojených států (v roce 2018 by dle naší predikce měl být na úrovni 17,2 mil. vozů), bude tak záležet na konkurenci a jak se s ní podaří VW vypořádat.

Mezi další evropské automobilky, kterým prodeje v USA vylepšují výsledovku, patří BMW a Daimler. Tyto dvě automobilky spolu soupeří o dominanci na prémiovém trhu USA. V roce 2011 tento post získal BMW. Letos ovšem předpokládáme, že bude z tohoto místa sesazen právě Mercedesem, který spadá pod Daimler. Mercedes za prvních devět měsíců letošního roku prodal v USA 191 618 vozů (bez vozů Smart a lehkých užitkových vozů), což je o 5 221 vozů více, než kolik prodal (bez vozů Mini Cooper) BMW. Z tohoto souboje vyplývá i jedno závažné nebezpečí, a sice oslabení marží vlivem poskytování různých slev a bonusů k přilákání zákazníka.

Při pohledu na tabulku rozdělení US automobilového trhu je zajímavá ještě jedna skutečnost, a to že v ní není zastoupen ani jeden francouzský či italský výrobce. Trh je rozdělen prakticky jen mezi domácí výrobce, korejské značky a Japonce.

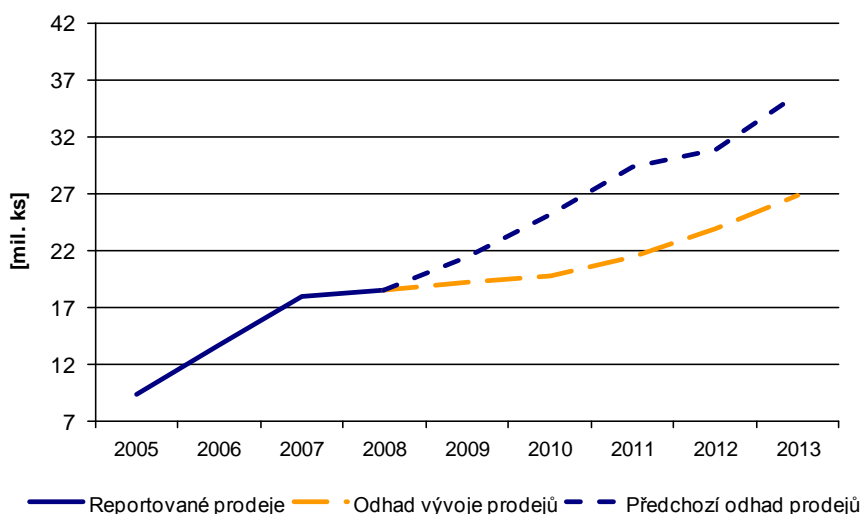
## ČÍNA JEŠTĚ NEŘEKLA POSLEDNÍ SLOVO

Čína se v roce 2010 stala největším automobilovým trhem na světě a v současnosti si tuto příčku bez problémů drží. V uplynulých deseti letech se v Číně udála doslova automobilová revoluce, kdy díky rychlému bohatnutí střední třídy se počet ročně prodaných vozů zvýšil z 5,8 mil. v roce 2005 na 18,5 mil. v roce loňském. To znamená průměrný meziroční růst o 21,5 % a Čínská asociace automobilových výrobců (CAAM) dokonce předpokládá růst trhu až na 40 mil. ročně prodávaných vozů do roku 2020. To by znamenalo průměrný meziroční růst o 9 %.

Tyto odhady se nám zdají až příliš optimistické, což je nejen pro čínské představitele tohoto průmyslu typické. I pro letošní růst čínského trhu vydaly oficiální zdroje odhady naprosto mimo realitu. Ještě na začátku letošního roku předpokládaly i přes zjevné ochlazení čínské ekonomiky dvouciferné meziroční růsty prodeje vozů v Číně, ty byly následně revidovány na 8 % yoy a v současnosti tyto zdroje mluví o 5% yoy růstu. V naší analýze předpokládáme růst ještě skromnější, a to o 3,5 % yoy na 19,2 mil. vozů. Tento mírný růst tak ukazuje na pokračující pomalý růst čínského automobilového trhu (za rok 2011 růst o 2,7 % yoy).

Oproti naší předchozí analýze doznaly úprav i odhady růstu čínského automobilového trhu. Směrem dolů bylo naše očekávání korigováno kvůli již takřka rok trvajícím ochlazení poptávky Číňanů po nových vozech. Toto ochlazení má přímou spojitost s probíhající evropskou dluhovou krizí. Evropa je totiž jejím nejvýznamnějším exportním trhem a zpomalení poptávky na tomto trhu je v Číně razantně znát. Namísto 10,2% růstu prodeje v letošním roce, který jsme předpokládali v naší loňské analýze, tak nyní čekáme 3,5% yoy růst. Pro roky 2013 a 2014 čekáme růst prodaných vozů o 8 % yoy, resp. 12 % yoy.

Počet prodaných automobilů v Číně včetně predikcí



Zdroj: CAAM, Cyrrus

Čínský automobilový trh tak bude i přes současné zpomalení v následujících letech svým růstem překonávat jak evropský trh tak i trh ve Spojených státech kvůli několika zásadním faktorům. Jedním z nich je stále probíhající proces urbanizace a posilování čínské střední třídy. V Číně navíc nelze mluvit ani o žádném nasycení trhu jako je tomu v např. v USA či v Evropě, kde více než tři čtvrtiny prodeje tvoří obnova vozového parku. V Číně v současnosti připadá na 1 000 obyvatel pouze 83 automobilů, což je pouhý zlomek v porovnání s 439 vozy na 1000 obyvatel v USA či 510 na 1000 obyvatel Německa.

Právě prodeje v Číně pomohly zahraničním automobilkám překonat propady trhu, které pocítily jak evropští, tak američtí výrobci. Čína tak zafungovala jako náplast, díky které

mohly automobilky jako BMW či VW i během krize vykazovat rostoucí objemy prodeje. Právě Volkswagen „objevil“ pro automobilový trh Čínu. Na tento trh vstoupil již v osmdesátých letech dvacátého století a díky silnému 3Q letošního roku zde navýšil svůj tržní podíl až na 19,2 % a předstihl tak General Motors, kterého ze druhé příčky již dlouhých osm let stíhal. Druhá příčka tedy patří GM a třetí sesterským automobilkám Hyundai-Kia. Z dalších evropských automobilek je až na spodních patrech žebříčku Peugeot s 2,6% tržním podílem, Renault či Fiat na tomto trhu zastoupení takřka nejsou. Z prémiových značek má zde nejvyšší tržní podíl BMW (1,1 % celého trhu), přičemž německý rival Daimler zastoupený Mercedesem zde dosahuje zhruba polovičních prodejů oproti BMW.

## SHRNUTÍ OČEKÁVANÉHO VÝVOJE NA HLAVNÍCH AUTOMOBILOVÝCH TRZÍCH

Kvůli výše uvedeným důvodům jako je rostoucí nezaměstnanost a snižování disponibilních příjmů, je náš náhled na vývoj evropského automobilového trhu pro následujících několik let spíše velmi opatrný. Po letošním 7,7% meziročním poklesu prodeje očekáváme další útlum tohoto trhu až do roku 2015, kdy by měl opět mírně růst.

V USA očekáváme pokračující obnovu automobilového trhu až na předkrizové úrovni, a to k roku 2017. Tyto prodeje budou taženy klesající nezaměstnaností, která umožní spotřebitelům obnovit již značně zastarávající vozový park.

Očekávané prodeje na hlavních světových trzích

[%], [tis. ks]	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	CAGR 08-16e	CAGR 12e-16e
Evropa	14 740	14 525	13 796	13 607	12 554	12 123	12 075	12 371	12 576	-2,0%	0,0%
		-1,46%	-5,01%	-1,37%	-7,74%	-3,43%	-0,40%	2,45%	1,66%		
USA	13 493	10 601	11 772	13 041	14 286	14 971	16 128	16 304	16 745	2,7%	4,0%
		-21,43%	11,04%	10,77%	9,55%	4,79%	7,73%	1,09%	2,71%		
Čína	9 363	13 622	18 042	18 533	19 182	19 853	21 044	22 938	25 003	13,1%	6,9%
		45,49%	32,45%	2,72%	3,50%	3,50%	6,00%	9,00%	9,00%		

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Čína je velkým otazníkem, nicméně ať už dojde k naplnění poměrně optimistických odhadů představitelů CAAM či nikoliv, bude čínský trh ve světovém měřítku stále dominovat. I při vyplnění našich střízlivějších odhadů se Čína stane svou velikostí v roce 2016 srovnatelná s kombinací evropského i amerického trhu. Nebezpečím u Číny jsou ovšem její sklony k protekcionismu. V současnosti musí zahraniční automobilky při vstupu na tamější trh spolupracovat s místními výrobci. Ti jsou de facto školeni ve výrobních postupech a je jim předáváno jindy velmi úzkostlivě chráněné know how.

Existuje tak vážná hrozba, že v době, kdy se domácí výrobci již v technologiích a výrobních postupech dokážou vyrovnat svým zahraničním konkurentům, bude jim formou různých vládních opatření poskytována podpora a zahraničním automobilkám bude naopak působení na čínském trhu ztěžováno. Tento scénář přitom nepovažujeme za až tak nepravděpodobný a bude záležet spíše na jeho razanci, s jakou bude naplňován.

## RŮSTU TRŽEB BUDE NADÁLE KRALOVAT VOLKSWAGEN

Očekáváme, že v letošním roce zažije silnější pokles tržeb jen problémový PSA. Tomu by dle našeho modelu měly meziročně poklesnout tržby o více než 6 % na 56 mil. EUR. Peugeot sráží jeho silná závislost na v současnosti slabých trzích, hlavně tedy Francii, Španělsku a Itálii. Tyto poklesy navíc není schopen kompenzovat na silných trzích jako je Německo, USA či Čína. Toho je naproti tomu schopen jeho francouzský kolega Renault. U něj očekáváme v letošním roce pouhou stagnaci na úrovni tržeb. A v následujících letech naopak obnovení silného růstu. Je to dáno právě jeho silicím postavením na rostoucích trzích. V případě Renaultu jimi jsou hlavně Jižní Amerika a Rusko.

### Vývoj tržeb vybraných automobilek včetně predikce dle nové analýzy

[mil. EUR]	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	CAGR 08-14e	CAGR 12e-14e
BMW	53 197	50 681	60 477	68 821	73 496	76 541	80 190	7,1%	4,5%
		-4,7%	19,3%	13,8%	6,8%	4,1%	4,8%		
Daimler	95 873	78 924	97 761	106 540	112 675	117 601	122 389	4,2%	4,2%
		-17,7%	23,9%	9,0%	5,8%	4,4%	4,1%		
PSA	54 356	48 417	56 061	59 912	56 058	57 282	59 881	1,6%	3,4%
		-10,9%	15,8%	6,9%	-6,4%	2,2%	4,5%		
Renault	37 791	33 712	38 971	42 628	42 410	44 955	48 022	4,1%	6,4%
		-10,8%	15,6%	9,4%	-0,5%	6,0%	6,8%		
VW	113 808	105 187	126 875	159 337	187 634	201 238	217 068	11,4%	7,6%
		-7,6%	20,6%	25,6%	17,8%	7,3%	7,9%		

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Nejvyššího tempa organického růstu by měl z uvedených automobilek v následujících letech dosáhnout Volkswagen. V letošním roce předpokládáme mírné snížení tempa růstu z loňských 25,6 % na 17,8 %, což z něj ale i tak dělá s přehledem nejrychleji se rozvíjející automobilku z hlediska tržeb. Důvody jsou vepsány výše. Tedy silný domácí trh a růst prodeje v USA, Číně a na dalších významných trzích.

I když Volkswagen již v letošním roce provedl několik významných akvizic (Porsche, MAN), není vyloučeno další takové jednání i v následujících letech. Nejvíce pravděpodobná se nám jeví akvizice automobilky Alfa Romeo, kterou v současnosti vlastní Fiat či malajského výrobce Proton. Růst tržeb tak bude nejspíše podpořen i novými akvizicemi.

### Vývoj tržeb vybraných automobilek včetně predikce dle předchozí analýzy

[mil. EUR]	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	CAGR 08-14e	CAGR 12e-14e
BMW	53 197	50 681	60 477	68 821	72 037	76 818	83 066	7,7%	7,4%
		-4,7%	19,3%	13,8%	4,7%	6,6%	8,1%		
Daimler	95 873	78 924	97 761	106 540	112 687	117 411	123 497	4,3%	4,7%
		-17,7%	23,9%	9,0%	5,8%	4,2%	5,2%		
PSA	54 356	48 417	56 061	59 912	57 531	61 489	66 110	3,3%	7,2%
		-10,9%	15,8%	6,9%	-4,0%	6,9%	7,5%		
Renault	37 791	33 712	38 971	42 628	42 395	46 084	43 690	2,4%	1,5%
		-10,8%	15,6%	9,4%	-0,5%	8,7%	-5,2%		
VW	113 808	105 187	126 875	159 337	151 249	161 365	173 877	7,3%	7,2%
		-7,6%	20,6%	25,6%	-5,1%	6,7%	7,8%		

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Oproti předchozí analýze doznal náš pohled na růst tržeb mezi lety 2012 a 2014 jen mírných úprav. Nejcitelněji je znát změna odhadů u francouzského Peugeotu, kde jsme korigovali náš odhad pro tržby v následujících letech z 57,5/61,5/66,1 mil. EUR na 56,1/57,3/59,9 mil. EUR. Tato redukce je důsledkem zejména silnějšího než dříve očekávaného poklesu francouzského automobilového trhu.

Naopak směrem nahoru jsme revidovali námi očekávané tržby Volkswagenu. Ty by měly v následujících letech postupně vzrůst z 187,6 mil. EUR v letošním roce až na 217,1 mil. EUR v roce 2014 namísto 151,2 mil. EUR letos a 173,9 mil. EUR k roku 2014.

## PŘÍMÝ DOPAD ROSTOUCÍ KONKURENCE – SNÍŽENÍ MARŽÍ

Pokles marží bude fenoménem nejbližších let. Kvůli klesající poptávce na evropských trzích při stále vysoké konkurenci jsou automobilky nuceny v boji o zákazníka přicházet s mnohem agresivnějšími marketingovými kampaněmi, které jsou spojeny s různými slevami či bonusy. To se přímo projevuje na poklesu dosahovaných marží. Navíc už ani neplatí skutečnost, že si automobilky mohly nižší marže na rozvinutých trzích kompenzovat maržemi z prodejů na trzích rozvíjejících se. Předně tedy v Číně. Čínský automobilový trh, jak jsme popsali výše, razantně polevil ve svém růstu a tamní zákazník je mnohem opatrnější než v minulosti. I jej je nutné více stimulovat ke koupi nového vozu. A tato praxe se navíc dotýká i dlouhou dobu rezistentních výrobců prémiových vozů jako je Mercedes či BMW.

### Očekávané marže

#### Marže EBITDA

	2010	2011	2011e*	2012e	2012e*	2013e	2013e*	2014e	2014e*
BMW	23,7%	16,9%	22,0%	16,0%	21,0%	16,5%	20,0%	16,5%	20,0%
Daimler	10,9%	11,6%	12,0%	11,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
PSA	8,3%	7,1%	8,5%	6,0%	8,5%	6,5%	9,5%	6,5%	8,8%
Renault	17,9%	9,2%	11,0%	9,0%	11,0%	9,0%	11,0%	10,0%	11,0%
VW	16,2%	13,4%	15,0%	12,5%	14,5%	11,0%	14,5%	11,0%	14,5%
Medián	16,2%	11,6%	12,0%	11,5%	12,5%	11,0%	12,5%	11,0%	12,5%

#### Marže NET PROFIT

	2010	2011	2011e*	2012e	2012e*	2013e	2013e*	2014e	2014e*
BMW	5,4%	7,1%	7,5%	6,6%	7,0%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Daimler	4,8%	5,7%	5,5%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
PSA	2,2%	1,0%	2,2%	-2,0%	2,5%	1,0%	2,7%	1,5%	3,0%
Renault	9,0%	4,9%	5,0%	4,5%	5,7%	6,0%	6,3%	6,5%	6,5%
VW	5,7%	9,7%	6,5%	10,0%	6,5%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%
Medián	5,4%	5,7%	5,5%	5,0%	5,7%	6,0%	6,3%	6,5%	6,5%

\*odhady v rámci předchozí analýzy  
Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Oproti předchozí analýze jsme zredukovali odhad dosahovaných marží u všech sledovaných výrobců, a to jak marží na úrovni EBITDA, tak na úrovni čistého zisku. Největší redukce se přitom týká BMW, kde již nadále nepočítáme se zachováním tak vysokých marží jako tomu bylo ještě v roce 2010. Spíše počítáme se snížením dosahovaných marží na úroveň z roku 2011. Důvodem tohoto přehodnocení je ochlazení poptávky v Číně a v západní Evropě, tedy dvou pro BMW nejvýznamnějších trzích.

## POMĚROVÉ UKAZATELE

Následující tabulka ilustruje vývoj rentability (aktiv a vlastního kapitálu) a dluhové pozice vybraných automobilek ve formě D/E (poměr celkového dluhu k vlastnímu kapitálu) a úrokového krytí, což je ukazatel měřící poměr mezi ziskem EBIT a nákladovými úroky.

### Vybrané poměrové ukazatele

#### ROE

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
BMW	1,5%	1,0%	15,6%	20,5%	18,46%	16,28%	15,15%
Daimler	3,7%	-8,5%	14,9%	16,2%	13,93%	14,81%	14,10%
PSA	-2,4%	-8,8%	9,2%	4,0%	-7,70%	4,26%	6,42%
Renault	2,6%	-16,5%	21,3%	9,1%	7,69%	10,33%	11,05%
VW	14,9%	2,7%	19,4%	32,7%	30,98%	15,22%	16,08%
Medián	2,6%	-8,5%	15,6%	16,2%	13,93%	14,81%	14,10%

#### ROA

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
BMW	0,7%	0,6%	5,0%	7,3%	6,25%	5,49%	4,86%
Daimler	2,0%	-1,4%	5,6%	6,4%	5,70%	5,88%	5,95%
PSA	-0,8%	-2,4%	2,6%	1,9%	-0,41%	1,35%	1,81%
Renault	1,4%	-4,0%	6,1%	1,6%	1,16%	1,47%	1,74%
VW	4,8%	1,7%	6,0%	5,5%	4,66%	4,54%	4,61%
Medián	1,4%	-1,4%	5,6%	5,5%	4,66%	4,54%	4,61%

#### D/E

	2009	2010	2011
BMW	308%	256%	251%
Daimler	183%	141%	150%
PSA	255%	208%	206%
Renault	199%	136%	128%
VW	207%	158%	148%
Medián	207%	158%	150%

#### Úrokové krytí

	2009	2010	2011
BMW	0,56	5,30	8,50
Daimler	-1,85	4,94	6,94
PSA	-3,05	3,68	3,97
Renault	-5,45	7,80	2,65
VW	1,23	4,43	4,59
Medián	-1,85	4,94	4,59

#### Běžná likvidita

	2009	2010	2011
BMW	1,1	1,1	1,0
Daimler	1,1	1,1	1,1
PSA	1,1	1,1	1,0
Renault	0,9	1,0	1,0
VW	1,1	1,1	1,0
Medián	1,1	1,1	1,0

#### Pohotovlá likvidita

	2009	2010	2011
BMW	0,8	0,8	0,8
Daimler	0,8	0,8	0,8
PSA	1,0	0,9	0,9
Renault	0,8	0,9	0,9
VW	0,9	0,9	0,8
Medián	0,8	0,9	0,8

Zdroj: Bloomberg, Capital IQ, Cyrrus

Vysoké rentability vlastního kapitálu v pokrizové době dosahují zejména němečtí producenti. Volkswagen je s rentabilitou 19,4 % za rok 2010 a 32,7 % za rok 2011 z tohoto pohledu jasným premiantem. Za letošní rok by měl udržet takto silné hodnoty, nicméně v následujících letech předpokládáme z důvodu oslabení hlavních automobilových trhů a dalších důvodů vepsaných výše jejich pokles na hodnoty 15-16 %.

Obdobně vysokou rentabilitu VK by si dle našeho modelu měli udržet i domácí konkurenti VW, a to BMW a Daimler. Relativně vysoké úrovně bude pravděpodobně dosahovat i Renault, což je dáno hlavně jeho dobrou pozicí na trzích Jižní Ameriky a Ruska, kde patří mezi tržní lídry.

V rentabilitě aktiv hrají prim také němečtí výrobci v čele s BMW. Naproti tomu francouzští výrobci se potýkají s velkým podílem nevyužívaných výrobních kapacit, což snižuje výnosnost jejich aktiv.

Nejvyšší míry dluhu vůči vlastnímu kapitálu dosahuje BMW následovaný Peugeotem. Pro BMW není takový poměr dluhu zase až takovým problémem kvůli jeho silné schopnosti splátek dluhu. To dokazuje ukazatel úrokového krytí, který je právě u BMW z vybraných automobilek nejvyšší. Naopak u Peugeotu je vysoké zadlužení problémem vzhledem k jeho méně příznivému poměru zisku EBIT a nákladovým úrokům.



## OCENĚNÍ VYBRANÝCH AUTOMOBILEK A STANOVENÍ DOPORUČENÍ

Ocenění jsme stejně jako v uplynulých dvou srovnávacích analýzách provedli na základě porovnání poměrových ukazatelů EV/EBITDA a P/E pro následující dva roky. Výsledné ocenění je ovlivněno přiřazením diskontu či prémie podle specifických vlastností každé automobilky a jejího potenciálu.

K získání více vypovídajícího vzorku automobilek bylo k námi oceňovaným společností přibráno dalších pět významných světových automobilových výrobců. Tedy Fiat, GM, Ford, Toyota a Hyundai.

Poměrové ukazatele EV/EBITDA a P/E											
EV/EBITDA						P/E					
	2010	2011	2012e	2013e	2014e		2010	2011	2012e	2013e	2014e
BMW	5,88	7,59	7,99	7,44	7,07	BMW	10,52	7,20	8,03	8,07	7,67
prémie / diskont	-11%	2%	-5%	-1%	-2%	prémie / diskont	60%	-11%	-5%	7%	7%
Daimler	7,89	8,04	8,61	7,59	7,27	Daimler	8,38	7,97	7,46	6,50	6,22
prémie / diskont	20%	9%	2%	1%	1%	prémie / diskont	27%	-2%	-12%	-14%	-14%
PSA	5,5	7,22	8,27	7,47	7,13	PSA	3,75	8,27	NA	3,82	2,43
prémie / diskont	-16%	-2%	-2%	-1%	-1%	prémie / diskont	-43%	2%	NA	-49%	-66%
Renault	4,93	8,62	9,34	8,82	7,43	Renault	2,33	5,13	5,79	4,10	3,54
prémie / diskont	-25%	16%	11%	17%	3%	prémie / diskont	-65%	-37%	-31%	-46%	-51%
VW	5,52	4,51	6,28	6,66	5,89	VW	6,85	3,56	3,47	5,39	4,60
prémie / diskont	-16%	-39%	-26%	-12%	-18%	prémie / diskont	4%	-56%	-59%	-28%	-36%
Fiat	8,32	4,83	2,23	2,07	1,84	Fiat	25,4	12,9	6,91	4,42	3,02
prémie / diskont	27%	-35%	-74%	-73%	-74%	prémie / diskont	286%	59%	-18%	-41%	-58%
GM	3,03	2,39	2,40	2,11	1,86	GM	8,8	10,40	7,35	5,57	4,39
prémie / diskont	-54%	-68%	-72%	-72%	-74%	prémie / diskont	8%	28%	-13%	-26%	-39%
Ford	15,15	8,93	10,90	9,59	8,40	Ford	9,42	7,56	8,82	7,07	5,62
prémie / diskont	130%	21%	29%	27%	17%	prémie / diskont	43%	-7%	5%	-6%	-22%
Toyota	32,25	10,71	10,23	8,85	7,86	Toyota	14,24	13,43	11,98	10,09	8,54
prémie / diskont	390%	45%	21%	18%	9%	prémie / diskont	117%	65%	42%	34%	19%
Hyundai	7,27	5,27	12,13	12,19	11,41	Hyundai	14,1	13,25	5,60	5,35	4,88
prémie / diskont	11%	-29%	44%	62%	58%	prémie / diskont	114%	63%	-34%	-29%	-32%
Medián	6,58	7,41	8,44	7,53	7,20	Medián	9,11	8,12	7,35	5,48	4,74

Zdroj: Bloomberg, Capital IQ, Cyrrus

S nejvýraznějším diskontem oproti mediánu se dle násobků EV/EBITDA obchoduje detroitský General Motors. Tento diskont požadovaný akcionáři je způsoben stále ještě nevyřešenými problémy s odbory a hromadícími se závazky k penzím zaměstnanců. Tedy situace, která jeho konkurenta Ford po dosažení dohody s odbory trápí o poznání méně.

Z námi analyzovaných automobilek se s nejvyšším diskontem dle EV/EBITDA i P/E obchodují možná překvapivě akcie Volkswagenu. Tuto situaci si vysvětlujeme tím, že i přes své dosavadní dobré hospodářské výsledky investoři jednoduše nevěří v další udržení tak silných růstů EBITDA a čistého zisku. Je zde také patrné riziko plynoucí z relativně vysoké závislosti Volkswagenu na jednom trhu, tedy na Německu. Vzhledem k očekávanému snížení ziskových marží a nebezpečí plynoucí z vysoké expozice v Evropě diskontujeme cílovou cenu o 10 %.

Z výrobců prémiových vozů si Daimler drží mírně vyšší prémii dle EV/EBITDA nad konkurentem BMW. Citelnou výhodou Daimler pro investory, která nemá v této peer group obdoby, je štědrá dividenda. Ta v letošním roce byla 2,2 EUR a na stejné úrovni by měla být i v roce příštím, což představuje 6% dividendový výnos (vs. 3,8% dividendový výnos u BMW, 3,3 % u Renaultu či 2 % u VW). Po 20% prémii, kterou jsme v rámci předchozích analýz přisoudili akciím Daimleru, letos necháváme konečnou cílovou cenu bez úprav. Důvodem je slabý předpoklad růstu prodeje automobilky vzhledem k minimálnímu zastoupení v Číně (pravděpodobné silnější zaměření na tento trh si vyžádá dodatečné náklady) a nižší očekávané marže.

S vyšší prémie dle P/E se oproti Daimleru obchoduje BMW. Předpokládáme, že tato situace bude pokračovat i v budoucnosti. BMW má vyšší potenciál růstu zisku zejména díky silné pozici v Číně. Navíc jeho stěžejní modely prošly v uplynulých měsících modernizací, což naproti tomu vozy Mercedes teprve čeká. Vzhledem k vysokým maržím, silné rentabilitě aktiv i vlastního kapitálu spolu s vhodně připraveným produktovým portfoliem přiřazujeme BMW prémii 10 %. Oproti 20 % přiděleným v rámci předchozí analýzy se tak jedná o citelné snížení. Je to dáno především celkovou nepříznivou situací na evropském automobilovém trhu.

Z francouzských automobilek je v mnohem lepší situaci Renault oproti Peugeotu. Jednak u Renaultu očekáváme vyšší růst tržeb než u jeho domácího konkurenta navíc při dosažení lepších marží a také očekáváme lepší vývoj rentability aktiv i vlastního kapitálu této automobilky. Obdobný pohled na tyto dva výrobce mají i investoři a tak se Peugeot obchoduje s vyšším diskontem dle EV/EBITDA i P/E oproti Renaultu. Vzhledem k problémům Peugeotu, které se podle našich odhadů nepodaří v blízké budoucnosti dostatečně vyřešit, přiřazujeme k jeho cílové ceně 20% diskont. Cílovou cenu Renaultu nijak neupravujeme.

## CÍLOVÉ CENY A DOPORUČENÍ

Na základě cílových cen získaných podle ukazatelů EV/EBITDA a P/E v letech 2013 a 2014 a jejich následným zprůměrováním byla získána cílová cena každé automobilky. Každá z těchto cen přitom má v konečném výpočtu průměru stejnou váhu. Použité tržní ceny jsou závěrečnými tržními cenami ke dni 23. 10. 2012.

### Cílové ceny

[€]	Cena tržní	Cena cílová	Rozdíl	Doporučení	Minulé doporučení	
					Cena cílová	Doporučení
BMW	60,5	66,3	9,7%	Akumulovat	67,8	Koupit
Daimler	37,8	37,3	-1,3%	Držet	39,6	Akumulovat
PSA	5,8	5,1	-13,2%	Prodat	24,5	Prodat
Renault	35,8	43,1	20,5%	Koupit	21,8	Prodat
Volkswagen	146,5	170,2	16,2%	Koupit	149,0	Koupit

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Pro BMW jsme stanovili cílovou cenu na 66,3 EUR, což znamená oproti závěrečné ceně k 23. 10. 2012 rozdíl 9,7 %. Stanovujeme doporučení „Akumulovat“.

Naše cílová cena pro akcie Daimler zní 37,3 EUR. Vzhledem k tomu, že se cena takřka neliší od současné, doporučujeme akcie „Držet“.

Dle našich odhadů dojde k 13,2% poklesu ceny akcií PSA v horizontu příštích dvanácti měsíců. Z tohoto důvodu doporučujeme akcie „Prodat“.

U akcií Renaultu vidíme 20,5% potenciál oproti současné tržní ceně. Během jednoho roku očekáváme, že se cena akcií dostane až na 43,1 EUR. Akcie doporučujeme „Koupit“.

Dále stanovujeme novou cílovou cenu pro akcie Volkswagenu na 170,2 EUR, což představuje 16,2% zhodnocení oproti současné ceně. Akcie tak doporučujeme „Koupit“.

### Citlivostní analýza

[€]		BMW	Daimler	PSA	Renault	VW
Diskont	-30%	28,0	16,5	-3,0	17,0	109,1
	-20%	34,0	23,4	<b>5,1</b>	26,6	141,6
	-10%	41,1	30,4	8,5	34,9	<b>170,2</b>
	0%	49,7	<b>37,3</b>	11,0	<b>43,1</b>	198,7
Prémie	10%	<b>66,4</b>	44,3	15,6	51,4	227,3
	20%	70,3	51,2	20,1	59,7	255,8
	30%	77,9	58,2	24,5	66,6	280,4

Zdroj: Cyrrus

## ZHDNOCENÍ DOPORUČENÍ Z PŘECHOZÍ ANALÝZY

Námi konstruované cílové ceny v rámci sektorových analýz automobilek jsou vždy na období dvanácti měsíců. Předchozí sektorovou analýzu automobilek jsme zveřejnili k 10. říjnu 2011. Po roce je tak možné posoudit úspěšnost našich doporučení z minulého roku.

### Vyhodnocení předchozího doporučení z 10. října 2011

[€]	Cena tržní k 10.10.2011	Cílová cena dle Cyrrus	Doporučení	Cena k 10.10.2012	Změna v %
BMW	53,0	67,8	Koupit	59,6	12%
Daimler	35,4	39,6	Akumulovat	37,9	7%
PSA	18,2	16,5	Prodat	5,9	-68%
Renault	26,9	21,8	Prodat	34,8	29%
Volkswagen	106,4	149,0	Koupit	145,8	37%

Zdroj: Cyrrus

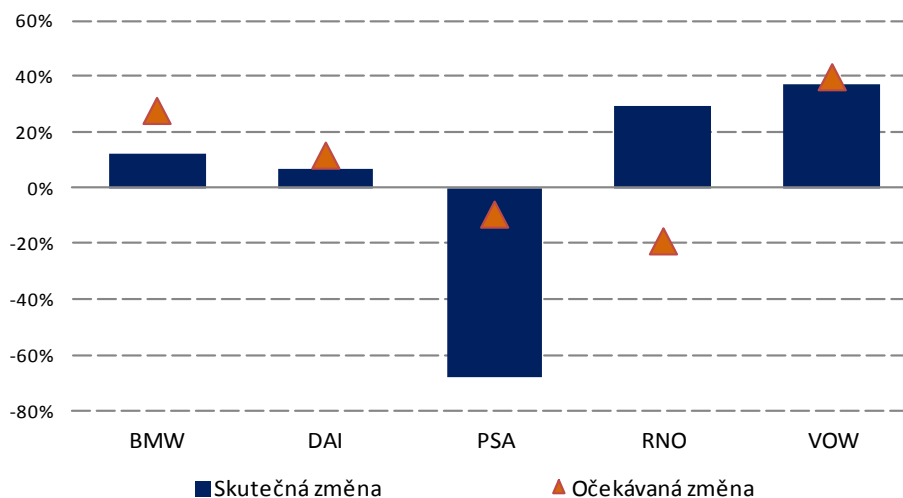
Ze sledovaných automobilek jsme k nákupu doporučovali akcie společnosti BMW, jejichž cenu jsme cílovali na 67,8 EUR a akcie Volkswagen s cílovou cenou 149 EUR. Obě tato doporučení investorovi, který se jimi řídil, přinesla velmi zajímavé zisky, a to v prostředí velmi turbulentních podmínek na akciových trzích.

K akumulaci jsme také vybízeli akcie společnosti Daimler, jež se za následujících 12 měsíců zhodnotily o 7 %, což v rámci námi definovaného rozmezí 5-15 % odpovídá doporučení akumulovat.

Naopak prodávat jsme doporučovali akcie francouzských automobilek Renault a Peugeot. U prvního jmenovaného by se prodej akcií nevyplatil. Silnou roli zde sehrál vliv partnerské automobilky Nissan, která Renaultu v horšících se podmínkách výrazně pomohla. Naproti tomu u Peugeotu, který tak silného partnera neměl, bylo prodejní doporučení velmi úspěšné a konečná cena po jednom roce dokonce klesla více, než jsme predikovali. To bylo způsobeno silnějším propadem francouzského automobilového trhu, než jsme v loňském roce predikovali v naší analýze.

K nákupu jsme v rámci naší předchozí analýzy doporučovali akcie Volkswagen, ty se za rok zhodnotily o 37 % a pouze o 3,2 EUR nedosáhly na naši cílovou cenu 149 EUR.

### Porovnání skutečného a odhadovaného vývoje akcií za sledované období



Zdroj: Cyrrus

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

- a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni 29.10.2012:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	11	34,4
Akumulovat	7	21,9
Držet	7	21,9
Prodat	5	15,6
V revizi	2	6,3

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

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

---

**Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.****Koupit:**

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:**

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**

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**

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	<a href="mailto:hatlapatka@cyrrus.cz">hatlapatka@cyrrus.cz</a>	Banky, energetika, těžba uhlí, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	<a href="mailto:prochazka@cyrrus.cz">prochazka@cyrrus.cz</a>	Energetika, letecká doprava
Jiří Šimara	Brno	<a href="mailto:simara@cyrrus.cz">simara@cyrrus.cz</a>	Automobilky, ocelárny, spotřební zboží
Tomáš Menčík	Brno	<a href="mailto:mencik@cyrrus.cz">mencik@cyrrus.cz</a>	Farmacie, chemie, technologie, telekomy

**Trading & Sales:**

Pavel Pikna	Brno	<a href="mailto:pikna@cyrrus.cz">pikna@cyrrus.cz</a>
Kamil Kricner	Praha	<a href="mailto:kricner@cyrrus.cz">kricner@cyrrus.cz</a>

**Portfolio management:**

Tomáš Machalický	Brno	<a href="mailto:machalicky@cyrrus.cz">machalicky@cyrrus.cz</a>
------------------	------	--

**Corporate finance:**

Tomáš Kunčický	Brno	<a href="mailto:kuncicky@cyrrus.cz">kuncicky@cyrrus.cz</a>
Jiří Běhal	Brno	<a href="mailto:behal@cyrrus.cz">behal@cyrrus.cz</a>

**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 dosažováno 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