

Speciál – IPO AAA Auto Group

Radim Kramule (rkramule@csas.cz +420 224 995 213)

AAA Auto Group, přední prodejce ojetých vozů v rámci regionu střední a východní Evropy, plánuje prodat až 28,1 % svých akcií prostřednictvím IPO (veřejný úpis akcií) na burzách cenných papírů v Praze (PSE) a Budapešti (BSE). Na burze se bude obchodovat s AAA Auto Group N.V., v Nizozemsku registrované společnosti a mateřskou společností AAA Auto Group, řádně od 26. září 2007 (podmíněně od 24. září). **Úpis až 19 533 663 kusů akcií (včetně 10% opce navýšení) začal 10. září a skončí 21. září 2007.** Po uskutečnění nabídky bude hlavní akcionář (Anthony Denny) nadále majitelem přibližně 73,8 % (nebo 71,9 %, pokud bude v plném rozsahu uplatněna opce navýšení) vydaných akcií v oběhu. Maximální upisovací cena byla stanovena na 2,25 euro za akcii.

AAA Auto Group (dále jen „Áčka“) prodalo v roce 2006 61 939 vozidel (z čehož 61 494 byla ojetá a 445 nová vozidla) a v průměru mělo denně na skladě přibližně 5 350 vozidel. Jedná se tak o jednoho z největších maloobchodních prodejců ojetých motorových vozidel a zprostředkovatelů souvisejících finančních služeb na vysoce rozptýlených trzích střední a východní Evropy (dále jen SVE), který v současné době provozuje 38 automobilových (výkup i prodej) a nákupních středisek (jen výkup). 21 z nich je na území ČR (podíl na trhu prodeje ojetých vozidel 23%), 8 na Slovensku (16ti % podíl), 5 v Maďarsku, 2 v Polsku a jedno v Rumunsku. **Tržby AAA Auto dosáhly v roce 2006 zhruba 9,76mld Kč, čistý zisk 197,9mil. Kč a ROA (návratnost aktiv) 7,16%.**

Na hrubé marži společnosti má nejvyšší podíl nákup, oprava a prodej ojetých vozidel (zhruba 47,5 %), dále pak zajištění financování pro financování nákupu (přibližně 43,7 %), v neposlední řadě společnost nabízí služby související s provozem motorových vozidel (např. příslušenství aut, registraci vozidel, atd.), což představuje přibližně 3,9 % hrubé marže a posledním zdrojem příjmů je nově zahájený prodej nových vozidel (zhruba 2,9 % podíl na hrubé marži).

Zdroje získané emisí nových akcií by společnost AAA Auto chtěla použít částečně na snížení finančních nákladů skrze umoření dluhu a především na další expanzi v zahraničí. Společnost váže značnou část prostředků v zásobách (ojetých autech) a vzhledem k aktuálnímu zadlužení by prostor pro další expanzi bez zdrojů z IPO nebyl příliš velký. Vzhledem k tomu, že se jedná o navýšení kapitálu a ne o prodej akcií stávajícím akcionářem, tak **získané zdroje zůstanou ve společnosti.**

V krátkosti se pozastavíme nad hlavními výhodami a nevýhodami akcií AAA Auto Group.

Hlavní výhody:

- Áčka nabízí velmi široký výběr vozidel, což umožňuje jednak flexibilitu, tak i vyšší kvalitu služeb pro zákazníky (možnost převést auto z Prahy do Ostravy, atd.)
- Velký geografický záběr v zemích SVE
- Růst HDP v SVE potáhne růst poptávky po automobilech (nových i ojetých) a s tím spojené plány na expanzi
- V tomto tvrdém byznysu umějí Áčka používat ostré lokty
- Áčka a jejich „story“ jsou veřejnosti dobře známé a mohou tak oslovit poměrně mnoho drobných investorů
- Relativně nízké náklady na zřízení jednotlivých poboček
- Poskytování financování zákazníkům

Hlavní rizika:

- Velmi malá nabídka akcií, což pravděpodobně neosloví velké institucionální investory, zajišťující likviditu na akciovém trhu.
- Zvýšení konkurence, včetně dovozu nízkonákladových čínských aut
- Relativní sezónnost prodeje automobilů
- Nižší obliba ojetých aut a prodejnost zásob, kdy začnou platit přísnější ekologické limity
- Zvýšení úrokových sazeb a tedy i nákladů na financování a držení zásob.

Naše ocenění:

Vzhledem k našemu rychlému ocenění, vycházejícího ze zatím veřejně dostupných informací, **doporučujeme klientům nabízet za akcie AAA Auto cenu blízkou 2 eur.** Toto ocenění vychází z několika faktorů:

- z našeho ocenění na základě modelu DCF (diskontované volné peněžní prostředky), které hodnotí společnost AAA Auto férovou cenou 2,18 euro za akcii (přičemž 12M cílová cena vychází 2,37 euro/akcii).
- Vzhledem k běžné praxi IPO investoři požadují určitou slevu oproti férové ceně, která se většinou pohybuje okolo 10%. Z tohoto pohledu nám vychází cena 1,96euro/akcii.
- Porovnání s „konkurenty“ (peers) AAA Auto vychází na ceně okolo 2euro/akcii jako rozumná cena.

U modelu DCF odhadujeme CAGR (2006-2013) růstu tržeb ve výši 13,4% a čistého zisku 11,2%. Parametry modelu jsme nastavili s betou 1,4 (Carmax 1,35), bezrizikovou úrokovou mírou 4,6%, rizikovou prémie 6% a poměru dluhu k vlastnímu kapitálu 50%. V neposlední řadě odhadujeme růst konečné hodnoty společnosti ve výši 2% vzhledem k dlouhodobému růstovému potenciálu AAA.

Co se týká ocenění AAA Auto v porovnání s peers, tak jednou z mála obchodovaných společností na světových burzách, která se podobá AAA Auto, je americká společnost Carmax. Srovnali jsme některé základní ukazatele oceňující Carmax a AAA Auto, které uvádíme v níže uvedené tabulce:

Zdroj:	AAA Auto						Carmax (USA)	
	2006 (2€)	2007e (2€)	2006 (2.25€)	2007e (2.25€)	2006 (2.5€)	2007e (2.5€)	2006	2007e
Bloomberg, odhady ČS								
P/E	19.68	16.08	22.14	18.09	24.59	20.10	24.04	19.23
P/Sales	0.40	0.32	0.45	0.36	0.50	0.40	0.62	0.52
EV/EBITDA	13.32	9.11	14.48	10.03	15.65	10.96	16.33	10.8
Dluh/VK	359.05%	95.73%	359.05%	95.73%	359.05%	95.73%	12.68%	12.65%

Jelikož se společnost AAA ještě neobchoduje, tak jsem pro srovnání použili tři cenové úrovně – 2 euro, 2,25 euro a 2,5 euro za akcii a srovnali jsme je s čistým ziskem na akcii za rok 2006 a odhadem 2007 (P/E), dále pak tržbami na akcii za rok 2006 a odhad 2007, hodnotou společnosti s provozním ziskem (EV/EBITDA) za rok 2006 a odhadem 2007 a odhadovaným dluhem oproti vlastnímu kapitálu za rok 2006 a 2007.

Z této tabulky vyplývá, že AAA Auto v porovnání s Carmax je na úrovních 2 a 2,25 € relativně podhodnocená a při 2,5€ srovnatelná s Carmax. Nesmíme však zapomenout, že Carmax se obchoduje na vyspělém trhu v USA, kde nechybí likvidita a tržní kapitalizace se blíží 5mld. USD (100mld. Kč) oproti odhadované tržní kapitalizace (při 2euro/akcii) 3,9mld Kč AAA Auto. **Navíc zadlužení společnosti Carmax bude i po IPO AAA asi 7-krát nižší než AAA**, což znamená i menší riziko pro investory. Domníváme se, že diskont okolo 10-20% při úpisu AAA Auto (cena 2euro za akcii), oproti ocenění ve vztahu ke Carmaxu, je více než ospravedlnitelný.

IPO AAA Auto Group s největší pravděpodobností úspěšné bude, hlavně díky zájmu z řad menších investorů v ČR a Maďarsku. V obou zemích je relativní hlad po IPO a neokoukaná společnost, s úplně novým příběhem, může být atraktivní. Podle našeho názoru se emise i několikrát přeupíše, to bude ale zčásti zapříčiněno vyššími nabídkami klientů než je jejich reálná poptávka (vycházíme z vysoké pravděpodobnosti krácení objednávek při alokaci akcií).

AAA Auto působí na trzích střední a východní Evropy, kde se všeobecně očekává růst HDP/hlavu a zadlužení spotřebitelů na úroveň EU, což by se mělo pozitivně promítnout do spotřeby. Lze očekávat, že AAA Auto z tohoto růstu bude profitovat organickým a expanzivním růstem. Na druhou stranu tyto trhy skýtají mnohá rizika (jak politická, tak tržní), především v zemích jako Ukrajina, Bulharsko, či Rumunsko. Připomínáme, že emise 40mn euro svou belikostí není pro institucionální investory příliš zajímavá a očekáváme, že likvidita bude relativně nízká. **Prostor pro růst ceny akcií AAA Auto do budoucna spatřujeme, ale vzhledem k určitým nejistotám a rizikům doporučujeme nabízet úpisovací cenu AAA Auto blízko 2 euro za akcii.**

This research report was prepared by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG ("Erste Bank") or its affiliate named herein. The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but we do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions, forecasts and estimates herein reflect our judgement on the date of this report and are subject to change without notice. The report is not intended to be an offer, or the solicitation of any offer, to buy or sell the securities referred to herein. From time to time, Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may have a position in the securities referred to herein or hold options, warrants or rights with respect thereto or other securities of such issuers and may make a market or otherwise act as principal in transactions in any of these securities. Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may from time to time provide investment banking or consulting services to or serve as a director of a company being reported on herein. Further information on the securities referred to herein may be obtained from Erste Bank upon request. Past performance is not necessarily indicative for future results and transactions in securities, options or futures can be considered risky. Not all transactions are suitable for every investor. Investors should consult their advisor, to make sure that the planned investment fits into their needs and preferences and that the involved risks are fully understood. This document may not be reproduced, distributed or published without the prior consent of Erste Bank. Erste Bank confirms that it has approved any investment advertisements contained in this material. Erste Bank is regulated by the Financial Services Authority for the conduct of investment business in the UK.