

Vývoj akcií Volkswagen

V důsledku probíhající ekonomické krize prošel v posledním roce globální automobilový průmysl mohutnými změnami. Patrně nejvíce pozornosti si v posledních měsících „užívaly“ US automobilky General Motors a Chrysler, které se díky státní pomoci a vnějším investorům (v případě Chrysleru vstup italské automobilky Fiat) dokázaly vyhnout zániku a ve značně zeštíhlené formě přežít. Konsolidace v sektoru se ale nevyhnula ani evropským automobilkám. Ať již se jedná o tahanice kolem dceřiné společnosti General Motors, Opel, která nakonec skončila vstupem kanadsko-ruského investora (Magna-Sberbank) do automobilky, nebo prodej jiné dcery GM, Saabu, švédskému výrobcí luxusních vozů Koenigsegg Automotive AB.

Z pohledu automobilového průmyslu lze však spatřovat jako nejdůležitější spolknutí výrobce známého vozu „911“, Porsche, největším automobilovým výrobcem v Evropě - Volkswagenem. Jakkoliv se tato změna může zdát z pohledu Volkswagenu jako správný strategický krok (dle vyjádření managementu by se sloučené automobilky měly v budoucnu stát největším výrobcem automobilů na světě), pro drobné akcionáře tento krok příliš pozitivní není. Názor investorů reflektuje i výrazný propad akcií Volkswagenu v posledních měsících.

Značky Porsche a Volkswagen k sobě měly blízko již od počátku své existence, když se Ferdinand Porsche, zakladatel Porsche, podílel na designu známého modelu „brouka“ od VW. Zároveň automobilky spojují i rodinné vazby, když Wolfgang Porsche stojí v čele dozorčí rady rodinného podniku, zatímco jeho bratranec Ferdinand Piëch stál až do roku 2002 v čele Volkswagenu a sedí také v dozorčí radě Porsche (kromě toho rodině Piëchů patří 43,6% podíl v Porsche). V roce 2005 začalo postupně Porsche navyšovat svůj podíl ve Volkswagenu, když ho zvýšilo z 5 % na 18,5 %. Porsche zdůvodnilo tento krok jako snahu o ochranu Volkswagenu před případným nepřátelským převzetím. Kromě toho se stalo s téměř 20% podílem druhým největším akcionářem společnosti, když okolo 20 % drželo Dolní Sasko, tedy spolková země, kde Volkswagen sídlí. O rok později se podíl Porsche navýšil až nad 25 %, automobilka se však snažila jakékoliv spekulace o možném převzetí vyvrátit.

	Vývoj hospodaření v roce 2008	
6 271 tis.	Počet prodaných automobilů	98,6 tis.
369,9 tis.	Počet zaměstnanců	12,2 tis
9	Počet značek	1
113,8	Tržby (v mld. EUR)	7,5
6 333	Provozní zisk (v mln. EUR)	985
4 753	Čistý zisk (v mln. EUR)	6 392
11,88 / 11,94*	Zisk na akcii (v EUR)	35,95*
1,93 / 1,99**	Dividenda (EUR/akcii)	2,7***
77,7	Tržní kapitalizace (v mld. EUR)	16,9

*) zisk / preferenční akcie

**) dividenda / preferenční akcie

***) vyplacena zvláštní dividenda 2 EUR

Zákon o Volkswagenu

Před možným převzetím největší evropskou automobilku chránil až do roku 2007 i zákon o Volkswagenu, který vstoupil v platnost v 60. letech po privatizaci automobilky. Německý stát si jím chtěl nadále zajistit slovo v dalším vývoji Volkswagenu. Zákon mimo jiné zajišťoval, že žádný akcionář VW nemohl uplatnit více než 20 % hlasovacích práv, bez ohledu na hodnotu drženého podílu. Kromě toho Dolní Sasko disponovalo i tzv. „blokační menšinou“, kdy pro důležitá rozhodnutí na valné hromadě bylo zapotřebí 80 % většiny hlasů. V únoru 2007 však Evropský soudní dvůr (ESD) začal projednávat návrh, aby byl tento zákon zrušen z důvodu bránění volného pohybu kapitálu v EU. Již měsíc na to Porsche pokračovalo ve zvyšování svého podílu až na 30,9 %. Dle německého práva bylo Porsche nuceno učinit nabídku převzetí za Volkswagen. Ta se však pohybovala na nejnižší možné hranici, když Porsche důsledně tvrdilo, že nemá v úmyslu převzít VW a navyšování podílu odůvodnilo jako snahu zabránit hedge fondům před rozebráním jejího nejdůležitějšího obchodního partnera. V říjnu téhož roku ESD nařídil, aby byl tzv. zákon o Volkswagenu zrušen. Přesto se německá vláda nevzdala tak snadno a v květnu 2008 přispěchala s novým návrhem zákona, ve kterém zůstala zakotvena 2/3 většina v dozorčí radě a také blokační menšina 20 %.

Vývoj akcií VW: Až na hranici 1000 EUR

Od počátku navyšování podílu Porsche vykazovaly akcie Volkswagenu stabilní růst, který nereflektoval pouze tento krok, ale také dobré hospodářské výsledky VW a všeobecná pozitivní nálada na akciových trzích trvající až do roku 2007. V roce 2008 však kromě ceny začala růst i volatilita. Patrné to bylo zejména v úvodu 2. poloviny roku, kdy titul strmě zamířil k hranici 400 EUR (díky očekávání investorů, že oznámené navýšení podílu Porsche ze září bude pokračovat i nadále), aby se během několika dní propadl zpátky k 200 EUR. Poslední říjnovou neděli 2008 Porsche reportovalo, že jeho podíl v automobilce se zvýšil na 42,6 % z předchozích 35 %. Kromě toho Porsche oznámilo, že vlastní opce na koupi akcií Volkswagenu, které by v případě uplatnění zvýšily jeho podíl o dalších 31,5 % na celkových 75 %. Následná reakce překvapených investorů vyhnala během dvou dnů titul až k hranici 1 000 EUR za akcii VW, čímž se stal Volkswagen na chvíli největší společností na světě, dle tržní kapitalizace. Důvodem byl tzv. „short squeeze“, který donutil hedgové fondy a další investory uzavírat spekulativní pozice sázející na korekci akcií VW. Po dosažení této historické mety se však akcie VW vydaly opačným směrem, ovlivněny globálním negativním sentimentem na trzích. Správce frankfurtské burzy reagoval na změnu vlastnické struktury a volatilitu titulu snížením podílu váhy akcií Volkswagenu na 10 % v rámci hlavního indexu DAX. Leden 2009 pak byl na akcích VW opět volatilnější poté, co Porsche oznámilo další navýšení podílu těsně nad 50 %.

Navzdory tomu se však Porsche nepodařilo převzít kontrolu na koncernem VW, když v cestě stály dva faktory. Jedním z nich bylo rostoucí zadlužení firmy, které se během několika let kvůli zvyšování podílu v Porsche vyšplhalo až k 9 mld. EUR. Kvůli probíhající krizi a zamrznutí kreditních trhů měla automobilka problém vyjednat refinancování dluhu, bez kterého by nebyla schopna uplatnit část opcí na VW. Druhým pak byl pozměněný zákon o VW, který nadále garantoval Dolnímu Sasku blokační menšinu, která bránila Porsche v přístupu k volnému cash flow Volkswagenu. V úvahu tak čím dál více připadala možnost, že by se obě dvě firmy mohly sloučit, když VW v květnu Porsche poskytl kreditní linku. Kromě toho Porsche vyjednávalo i o vstupu jiného vnějšího investora, který by za vložený kapitál získal v automobilce podíl. Největším zájemcem se stal státní investiční fond emirátu Bahrajn - Qatar Investment Authority.

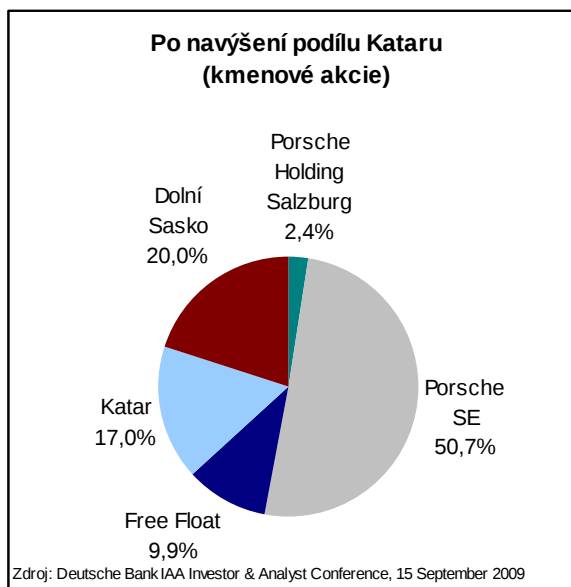
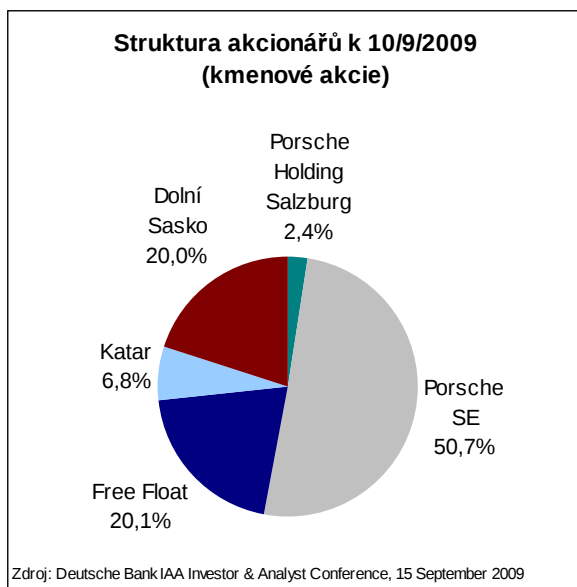


Graf č. 1 Vývoj akcií od počátku roku 2009 - počátek = 100 (Zdroj: Bloomberg)

Navyšování podílu Porsche však mělo negativní vliv na počet akcií volně dostupných na trhu, když přes 50 % vlastnilo Porsche, dalších 20 % Dolní Sasko a další balík akcií držely banky, od kterých Porsche nakoupilo call opce a které se tak jistily v případě uplatnění těchto opcí. Mezi analytiky proto převažoval názor, že kmenové akcie Volkswagenu budou vyřazeny z indexu DAX, když minimální požadovaná hranice free floatu v indexu DAX byla v prosinci 2008 zvýšena na 10 % z předchozích 5 %. To odrážela i cena akcií Volkswagenu, která postupně vyklesala až k úrovním okolo 150 EUR.

Porsche: Z lovce lovnou zvěř

V červenci však vývoj nabral prudký obrat, když jednání mezi Volkswagenem a Porsche vyústila v to, že z „lovce se stala lovná zvěř“. Nejdříve byl po několikaměsíčním jednání odvolán dlouholetý šéf Porsche Wendelin Wiedeking, který stál u myšlenky převzetí svého většího rivala a opačný postup odmítal. Obě společnosti se dohodly na postupné fúzi. V první fázi získá Volkswagen 42% vlastnictví v Porsche AG, za který zaplatil 3,3 mld. EUR. V rámci této fáze dojde i k prodeji call opcí, které vlastnilo Porsche, katarskému investorovi. Katar by díky tomu měl svůj podíl ve Volkswagenu navýšit ze stávajících 6,8 % na 17 %. Porsche v této fázi bude nuceno se mimo jiné dohodnout s věřitelskými bankami na financování svého dluhu. V další fázi spadající do let 2010-2011 by měla rodina Porsche prodat Volkswagenu odděleně vlastněnou společnost Porsche Holding Salzburg. Kapitál z prodeje by měl pak sloužit na vylepšení finanční pozice Porsche SE a dle plánu by celá fúze měla být ukončena v roce 2011.



Preferenční akcie pro investory

Volkswagen se již nechal slyšet, že v roce 2010 hodlá navýšit kapitál skrze emisi preferenčních akcií. Ty by měly zároveň převzít úlohu kmenových akcií jako hlavního investičního nástroje pro investory. Firma na své prezentaci z 15. září 2009 uvedla, že jakmile Katar uplatní opce, které získal od Porsche, stanou se kmenové akcie nástrojem pro strategické investory. Díky navýšení podílu Kataru zároveň dojde k poklesu volně obchodovatelných akcií pod 10 %. Ty by poté měly být vyřazeny z DAXu a nahrazeny právě preferenčními akciemi, které by měla podporovat vyšší likvidita a emise akcií.

Naproti tomu lze dle našeho názoru očekávat výrazný pokles likvidity kmenových akcií, když většina akcií je v rukou třech největších akcionářů a zájem o ně tedy bude převažovat u akcionářů, kteří se budou chtít podílet na řízení společnosti. Nelze ani vyloučit, že třetí největší akcionář, QIA, bude v budoucnu chtít zvýšit svůj vliv ve Volkswagenu. Z hlediska akcií VW obchodovaných na burze RM-SYSTÉM lze čekat reflektování ceny na primárním trhu Xetra. Z hlediska investičních příležitostí však do budoucna doporučujeme i z hlediska vyšší likvidity investovat do preferenčních akcií automobilky Volkswagen.

Chádí El-Moussawi

Finanční analytik

www.fio.cz

chadi.el-moussawi@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenese odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.