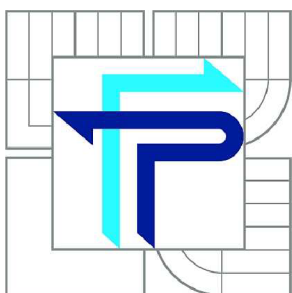


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

ANALÝZA VÝNOSNOSTI PRIMÁRNÍCH EMISÍ AKCIÍ NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU

ANALYSES OF RETURNS OF IPO'S IN THE CZECH CAPITAL MARKET

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

SOŇA VAŠÍČKOVÁ, BA

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. TOMÁŠ MELUZÍN, Ph.D.

BRNO 2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Vašíčková Soňa, BA

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Analýza výnosnosti primárních emisí akcií na českém kapitálovém trhu

v anglickém jazyce:

Analyses of Returns of IPO's in the Czech Capital Market

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

MELUZÍN, T., ZINECKER, M. IPO - První veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku. Brno: Computer Press, 2009. 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M.: Mezinárodní kapitálové trhy, zdroj financování. Praha: Grada, 2007, 1. vydání, 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

PAVLÁT, V.: Kapitálové trhy, Praha: Professional Publishing, 2005. 2. doplněné vydání. 318 s. ISBN 80-86419-87-8.

REJNUŠ, O.: Peněžní ekonomie (Finanční trhy). Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006. 2. vyd. 258 s. ISBN 80-214-3235-7.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2009/2010.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA

V Brně, dne 27.05.2010

ABSTRAKT:

Diplomová práce se zabývá analýzou výnosnosti primárních emisí akcií tzv. IPO - Initial Public Offering na českém kapitálovém trhu. Teoretická část práce se zabývá především vymezením základních pojmů a problematikou přípravy a realizace IPO. Praktická část aplikuje poznatky z teoretické části. Tato práce má přinést reálný pohled na přínos IPO pro investory a zhodnotit současnou situaci na trhu IPO.

ABSTRACT:

My thesis deals with analyses of returns of IPO's in the Czech capital market. The theoretical section of the thesis contains of circumscription of main terms and methodics for preparations and realizations of IPO. In the analytical section these theoretical findings are applied. This thesis should bring realistic view of returns of IPO's for investors and evaluate present trends on IPO market.

Klíčová slova

Kapitálový trh, akcie, IPO, burza cenných papírů, due diligence, manažer emise, prospekt, bookbuilding, benchmark

Key words

capital market, shares, Initial Public Offering, stock exchange, due diligence, managing underwriter, prospectus, bookbuilding, benchmark

Bibliografická citace

VAŠÍČKOVÁ, S. Analýza výnosnosti primárních emisí akcií na českém kapitálovém trhu. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 75 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušila autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 27. 5. 2010

.....

Podpis

PODĚKOVÁNÍ

Na tomto místě bych chtěla poděkovat Ing. Tomáši Meluzínovi, Ph.D. za metodickou pomoc a cenné rady a připomínky při vypracování diplomové práce. Děkuji Ing. Radku Schmiedovi, Ph.D. za poskytnuté informace a věcné připomínky, které mi pomohly k vypracování této práce. Dále také blízkému okolí za podporu a trpělivost.

OBSAH

1 ÚVOD	9
2 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE	10
3 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	11
3.1 MAGICKÝ TROJÚHELNÍK INVESTOVÁNÍ	19
4 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÁ SITUACE	21
4.1 POZITIVNÍ A NEGATIVNÍ ASPEKTY IPO Z HLEDISKA EMITUJÍCÍ SPOLEČNOSTI.....	22
4.2 HLAVNÍ PODMÍNKY PRO ÚSPĚŠNOU REALIZACI IPO.....	22
4.3 POSTUP PŘI PŘÍPRAVĚ A REALIZACI IPO	23
4.4 POHLED NA IPO ZE DVOU STRAN- NAPLNĚNÍ ZÁMĚRU IPO VERSUS ZISKY PRO INVESTORY	28
5 VLASTNÍ NÁVRH ŘEŠENÍ	29
5.1 IPO VE SVĚTĚ	29
5.2 SITUACE NA POLSKÉM TRHU IPO, IPO BOOM V POLSKU	34
5.2.1 NEWCONNECT	37
5.3 SITUACE NA ČESKÉM TRHU IPO.....	38
5.3.1 Rok 2005 - Orco	40
5.3.2 Rok 2006 - Pegas Nonwovens, VIG, ECM.....	41
5.3.3 Rok 2007 – AAA Auto Group, VGP	43
5.3.4 Rok 2008 - NWR.....	44
5.3.5 ADEPTI NA IPO	47
5.3.6 MOŽNÝ BUDOUCÍ VÝVOJ IPO V ČR.....	47
5.3.7 Dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce	48
5.4 ANALÝZA VÝNOSNOSTI	49
5.4.1 Stanovení vstupních parametrů	51
5.4.2 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise PEGAS.....	51
5.4.3 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise AAA.....	51
5.4.4 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise ECM.....	52
5.4.5 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise NWR.....	52
5.4.6 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise ORCO	53
5.4.7 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise VIG	53
5.4.8 Vyhodnocení dosažených výsledků	54

5.4.9	Srovnání průměrných výnosů vůči indexu PX.....	56
6	ZÁVĚR.....	60
7	POUŽITÁ LITERATURA	61
8	PŘÍLOHA	65

1 ÚVOD

Jednou z možných variant získání kapitálu pro společnost je financování prostřednictvím nástrojů kapitálového trhu. Jedná se o efektivní a rychlý způsob získávání kapitálu, který slouží především pro financování následující expanze společnosti. Bez veřejné nabídky primárních emisí (angl. **Initial Public Offering**) tzv. **IPO** není plně funkční žádný vyspělý kapitálový trh. Základním posláním kapitálových trhů je především alokace volného kapitálu směrem k výnosným investičním příležitostem. Světové akciové burzy chtějí pro své obchodování získat nové atraktivní tituly a posílit tak svoji pozici na globálním finančním trhu. Stejně tak jednotlivé společnosti potřebují pro svoji další činnost nový kapitál. Transakce IPO představuje poměrně komplikovaný proces, na kterém se podílí celá řada subjektů. I když český kapitálový trh začal fungovat v roce 1994 první primární emise akcií proběhla až o deset let později. Negativní vliv na český kapitálový trh má doposud přetrvávající tradice dluhového financování, kdy společnosti nehledají externí kapitál jinak než prostřednictvím bankovních úvěrů. Hlavní překážky vzniku a rozvoje trhu primárních emisí IPO byly především v nedostatečné a nevyhovující legislativě, nehledě na technickou náročnost proveditelnosti IPO. Regulace kapitálového trhu byla nedostatečná, dohled nad kapitálovým trhem začala vykonávat Komise pro cenné papíry, která vznikla až roku 1998 ovšem zdaleka neměla potřebné pravomoci pro fungování jako dozorový orgán. Ovšem tento trend se začíná postupem času (i vlivem odeznívající finanční krize) měnit a v současné době jsme svědkem několika úspěšných uvedení společností na veřejný trh angl. **Going Public**. Základem úspěchu každé emise cenných papírů je získání investorů, kteří vydané akcie nakoupí. Každý investor by měl před tím, než učiní své investiční rozhodnutí, disponovat přiměřenou znalostí společnosti, do které hodlá investovat a měl by být poučen o všech rizicích spojených s investicí.

2 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍLE PRÁCE

Pro svoji diplomovou práci jsem si zvolila téma „**Analýza výnosnosti primárních emisí akcií na českém kapitálovém trhu**“. Práce je rozdělena do tří hlavních kapitol. V **první kapitole** teoretické části práce stručně popíši finanční a kapitálový trh, vymezím hlavní pojmy k dané problematice a vysvětlím pojem IPO - Initial Public Offering.

V **druhé kapitole** teoretické části práce se zaměřím na hlavní poslání primárních emisí akcií na kapitálových trzích, zmapuji problematiku přípravy a realizace IPO a popíši jednotlivé fáze procesu prvotní veřejné nabídky akcií. Dále zhodnotím vývoj primárních emisí na českém kapitálovém trhu, nastíním také možný budoucí vývoj IPO v ČR.

Ve **třetí kapitole** praktické části práce se zabývám podrobnou analýzou IPO ve světě za poslední období. Dle mého názoru je zajímavé analyzovat situaci primárních emisí v době globální světové krize. Dále se zaměřím na rychle se rozvíjející polský trh primárních emisí a zmapuji vývoj IPO na českém trhu. Stěžejní část práce bude tvořit analýza výnosnosti vybraných akciových titulů obchodovaných na Burze cenných papírů Praha, a.s. Během této analýzy stanovím algoritmus postupu výpočtu výnosnosti vybraných akcií po jejich prvotní veřejné nabídce, provedu potřebné výpočty a vyhodnotím dosažené výsledky. V závěrečné části analýzy provedu kontrolními výpočty srovnání průměrných výnosů vybraných emisí vůči výnosu trhu tj. k indexu pražské burzy PX.

Cílem mé diplomové práce je odpovědět na základní otázku: **“Jsou investice do primárních emisí na českém kapitálovém trhu pro investory výnosné?”**

Dílní cíle:

- popsat současnou situaci a trendy na trhu IPO ve světě
- pochopit podstatu problematiky primárních emisí akcií
- získat patřičné podklady pro výpočty a zpracování analýzy
- ověřit fenomén dlouhodobě nižší výnosnosti akcií IPO

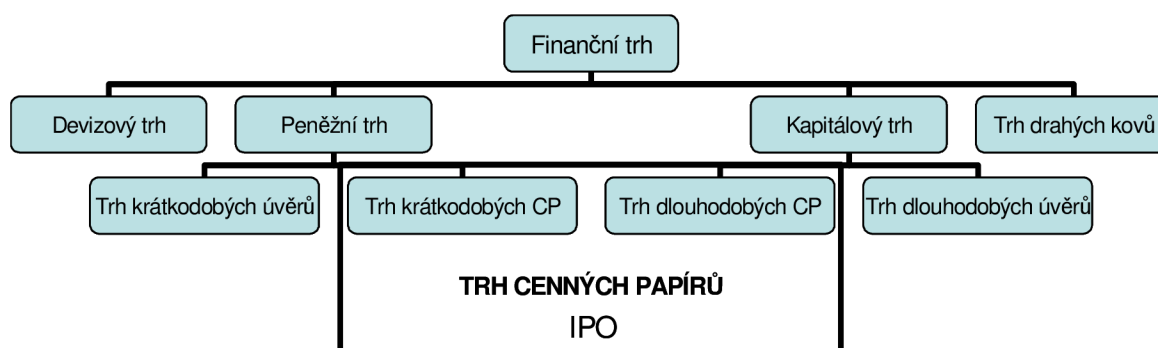
Výstupem mé práce bude zhodnocení dosažených výpočtů a potvrzení či vyvrácení stanovených hypotéz.

3 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Než přejdu k samotné podstatě primárních emisí, považuji za důležité uvést základní pojmy k dané problematice.

Finanční trh

Prostřednictvím finančních trhů dochází k alokovaní volných finančních prostředků mezi subjekty. Finančním trhem v podstatě označujeme souhrn trhů, nástrojů, institucí a vztahů mezi nimi. Finanční trh rozdělujeme na trh peněžní, kapitálový, devizový a trh drahých kovů [8].



Obrázek 1: Rozdělení finančního trhu

Zdroj: Rejnuš: Peněžní ekonomie

Kapitálový trh

Zatímco na peněžním trhu jsou obchodovány finanční instrumenty se splatností do jednoho roku, kapitálový trh je určen pro financování dlouhodobých investic tj. delších jak jeden rok. Střetávají se zde přebytkové a deficitní jednotky, mezi které většinou vstupují finanční zprostředkovatelé. Na peněžních trzích se obchodují krátkodobé úvěry, dluhopisy, pokladniční poukázky, směnky, depozitní certifikáty apod. Na kapitálových trzích se obchodují dlouhodobé finanční instrumenty, jedná se především o akcie, podílové listy a dluhopisy a dále také deriváty (futures, swapy apod.). Nejdůležitějším dodavatelem (věřitelem) na peněžním trhu jsou banky. Na kapitálovém trhu je škála věřitelů velmi různorodá. Vedle bank jsou to např. pojišťovny, penzijní fondy, investiční a podílové fondy, investiční skupiny. [8, 10]

Emitenti - vydávají cenné papíry, aby získali peněžní zdroje. Cenné papíry emitují buď přímo subjekty, které se stanou současně uživateli prostředků, nebo finanční instituce, které získané prostředky využijí na rozšíření svých aktivit.

Investoři - jsou osoby, které své volné peněžní prostředky investují do nákupu finančních instrumentů.

Zprostředkovatelé - finanční zprostředkovatelé na kapitálovém trhu jsou instituce, které zprostředkovávají nákup a prodej. Někteří z nich sami nenakupují cenné papíry, ale pouze vyhledávají kupující a prodávající. Dále přebírají riziko, že veškeré cenné papíry budou na trhu úspěšně umístěny a přebírají též riziko vypořádání. Finančními zprostředkovateli jsou bankovní a nebankovní instituce (investiční společnosti, obchodníci s cennými papíry, investiční fondy, pojišťovny apod.). [7]

Akcie

Akcie představuje podíl na majetku společnosti, která cenný papír vydala. S držetím akcií jsou spojena nejrůznější práva jako např. právo účastnit se valné hromady akcionářů, podíl na zisku společnosti formou dividendy, právo na likvidačním zůstatku v případě úpadku společnosti, dále hlasovací, kontrolní nebo informační právo apod.[10]

Blue chips

Termínem blue chips se označují nejkvalitnější a nejvíce obchodované emise akcií [3]. Společnosti označované jako blue chips jsou považovány za silné a stabilní ve svém oboru, s velkou tržní kapitalizací, s úspěšnou historií.

Burza

Vznik a vývoj burz souvisí s rozvojem tržního hospodářství jednotlivých zemí. Burza organizuje trh s investičními nástroji pro osoby oprávněné uzavírat burzovní obchody. Umožňuje koupit nebo prodat jednotlivé investiční nástroje např.cenné papíry, investiční certifikáty, warranty, futures a další. Jde o důležitou součást kapitálového trhu, na níž se setkávají dvě základní skupiny - emitenti a investoři. Burzy jsou založeny na členském principu, přístup na ně mají jen vybrané instituce a osoby. Existuje velké množství různě zaměřených burz jako např. komoditní, derivátové, devizové, opční. Za nejvýznamnější se považují burzy cenných papírů, největší z nich pak jsou New York Stock Exchange (NYSE),

Tokyo Stock Exchange (Nikkei), Nasdaq Stock Exchange (NASDAQ), London Stock Exchange (FTSE 100). [6, 8, 10] Velikost a význam jednotlivých burz se všeobecně posuzuje podle ročního objemu realizovaných obchodů a podle tržní kapitalizace obchodovaných cenných papírů. Následující tabulka uvádí deset největších světových burz dle tržní kapitalizace.

Burzy cenných papírů	Tržní kapitalizace 2008 (mld.USD)	Tržní kapitalizace 2007 (mld.USD)
NYSE Euronext (US)	9 209	15 651
Tokyo Stock Exchange Group	3 116	4 331
NASDAQ OMX (US)	2 396	4 014
NYSE Euronext (Europe)	2 102	4 223
London Stock Exchange	1 868	3 852
Shanghai Stock Exchange	1 425	3 694
Hong Kong Exchanges	1 329	2 654
Deutsche Borse	1 111	2 105
Toronto Stock Exchange Group	1 033	2 187
BME Spanish Exchanges	948	1 781

Obrázek 2: Největší světové burzy dle tržní kapitalizace

Zdroj: World Federation of Exchanges (2008)

Hlavní trh

Prestižní trh burzy, na němž jsou obchodovány emise, které splňují přísné burzovní podmínky jako např. podmínku likvidity, informační povinnost, minimální objem emise aj. Tyto podmínky stanoví burzovní výbor pro kotaci, ten také rozhoduje o přijetí cenných papírů na hlavní trh. Emitent má povinnost poskytovat burze ekonomické informace a průběžně informace, které mohou ovlivnit kurz cenného papíru [19]

Vedlejší trh

Je trh, kde se obchoduje s již vydanými cennými papíry.

Veřejný trh

organizovaný trh s cennými papíry, na kterém lze obchodovat pouze s registrovanými cennými papíry. V České republice veřejný trh zastupují Burza cenných papírů Praha, a.s. a RM-SYSTÉM, a.s.

SPAD

Je zkratka pro Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů. Jedná se o segment trhu na pražské burze, kde jsou umístěny nejkvalitnější akcie tzv. blue chips. Nákupní a prodejní ceny jsou průběžně kotovány tvůrci trhu tzv. kotéry - market makers. Akcie se zde obchodují ve standardizovaném množství v tzv. lotech. Pro všechny emise zařazené do SPAD je tento segment kurzotvorný. SPAD je rozdělen do dvou fází - otevřené a uzavřené, v průběhu uzavřené fáze nemají tvůrci trhu povinnost kótovat. V současné době je ve SPADu umístěno 14 emisí viz níže BCPP [19].

KOBOS

Jedná se o tzv. kontinuální režim obchodování na pražské burze. Dochází zde k uzavírání obchodů na základě vkládání objednávek nákupu a prodeji cenných papírů. Při párování objednávek se uplatňuje princip cenové a následně časové priority. Obchody je možné uzavírat jen v rámci povoleného cenového rozpětí [19].

Likvidita

Ukazatel, který vyjadřuje schopnost (rychlost) přeměnit cenný papír zpět na finanční hotovost. Tento pojem lze použít i ve spojitosti s výší objemu obchodů cenného papíru.

Tržní kapitalizace

Tržní kapitalizací emise akcií nebo podílových listů se rozumí součin počtu cenných papírů registrovaných v emisi a tržní cenou jedné akcie. U dluhopisů je tržní kapitalizace emise definována jako součin počtu cenných papírů registrovaných v emisi, nominální hodnoty a platného kurzu (v procentech) děleného 100. Tržní kapitalizace je jedním z nejdůležitějších měřítek posuzování hodnoty firmy. [7]

Benchmark

Báze, vůči které se sleduje výnosnost akcií či výkonnost portfolia. Nejčastěji se jedná o idnex.

Burza cenných papírů Praha, a.s. je organizátorem jediného burzovního trhu s cennými papíry v České republice. Je založena na členském principu, tudíž přístup do burzovního systému a právo obchodovat mají pouze licencovaní obchodníci s cennými papíry, a ti jsou také členy burzy. BCPP a.s. byla zapsána do obchodního rejstříku 21. listopadu 1992. Mezi zakladatele patřilo 12 československých bank a 5 nezávislých obchodníků s cennými papíry. První obchodní seance se konala 6. dubna 1993 se sedmi cennými papíry. K velkému zvýšení obchodovaných emisí došlo v letech 1993 a 1995 kdy proběhly obě vlny kuponové privatizace. Svého času bylo na burze přítomno 2000 emisí cenných papírů. V roce 1997 došlo k vyřazení tzv. delisting více než 1300 emisí [6, 10].

Ke konci roku 2009 bylo obchodováno 25 emisí akcií, 116 emisí dluhopisů, 24 odtržených kuponů, 67 emisí investičních certifikátů a warrantů a 6 sérií futures. Index PX uzavřel na hodnotě 1 117,3 bodu a meziročně vzrostl o 30,19%. Celkové objemy obchodů na akciovém trhu dosáhly hodnoty 463,86 mld. Kč, průměrný denní objem s akciemi činil 1,86 mld. Kč. Objemy obchodů s dluhopisy dosáhly hodnoty 585,71 mld. Kč, s deriváty 201,55 mil.Kč.¹ V současné době má burza 20 členů. Vlivem světové krize na kapitálových trzích objem obchodů za rok 2009 meziročně poklesl o 33,80%. Za celých prvních deset let neproběhl na BCPP jediný úspěšný úpis nové emise, jenž jsou zejména v USA impulsem pro rychlý rozvoj ekonomiky.

¹ Výroční zpráva Burzy cenných papírů Praha, a.s. za rok 2009

Index PX

Index PX je hlavním oficiálním indexem pražské burzy. První výpočet tohoto indexu se uskutečnil 20. března 2006 a stal se nástupcem indexů PX-50 a PX-D. Index PX převzal historické hodnoty nejstaršího indexu burzy PX-50. V indexu jsou uvedeny blue chips obchodované v systému SPAD. Dle následující tabulky tvoří bázi indexu PX v současné době 14 společností s celkovou tržní kapitalizací **871 mld. Kč**. [15]

Název	ISIN	Redukovaný počet CP	Redukovaná tržní kapitalizace [Kč]	Váha [%]
ČEZ	CZ0005112300	250 434 726	217 903 255 092,60	25%
ERSTE GROUP BANK	AT0000652011	308 863 579	217 903 254 984,50	25%
TELEFÓNICA O2 C.R.	CZ0009093209	322 089 890	144 618 360 610,00	16,59%
KOMERČNÍ BANKA	CZ0008019106	38 009 852	142 536 945 000,00	16,35%
NWR	NL0006282204	264 330 100	47 050 757 800,00	5,40%
CETV	BMG200452024	56 046 176	28 359 365 056,00	3,25%
UNIPETROL	CZ0009091500	181 334 764	24 570 860 522,00	2,82%
PHILIP MORRIS ČR	CS0008418869	1 913 698	19 711 089 400,00	2,26%
VIG	AT0000908504	21 402 856	19 607 156 381,60	2,25%
PEGAS NONWOVENS	LU0275164910	9 229 400	4 014 789 000,00	0,46%
ORCO	LU0122624777	10 943 866	2 019 252 715,66	0,23%
ECM	LU0259919230	6 868 092	1 991 746 680,00	0,23%
AAA	NL0006033375	67 757 875	941 834 462,50	0,11%
KITD	US4824702009	2 159 049	384 353 902,98	0,04%
Celkem		1 195 993 801 ks	871 613 021 607,84	100%

Obrázek 3: Báze indexu PX platná od 23.3.2010

Zdroj: BCPP

Vzorec pro výpočet indexu PX je následující:

$$PX(t) = K(t) \frac{M(t)}{M(0)} \times 1000$$

$M(t)$ tržní kapitalizace báze v čase t

$M(0)$ tržní kapitalizace báze ve výchozím datu 5.4.1994 (379 786 853 620 Kč)

$K(t)$ faktor zohledňující změny uskutečněné v bázi indexu, přičemž $K(0)$ je 1,000

Index je kalkulován v době obchodování v rámci cenotvorných segmentů, tj. od 9:11 do 16:08 hodin v intervalu každých 15 vteřin. [15]



Graf 1: Vývoj indexu PX

Zdroj: BCPP

PX-GLOB

Pro úplnost je třeba zmínit i druhý index pražské burzy, který je na rozdíl od indexu PX indexem se širokouází a mimo blue chips zahrnuje i více než 20 dalších emitentů. Na emise zahrnuté do báze indexu nejsou kladeny požadavky týkající se jejich tržní kapitalizace a likvidity.

IPO

Primární emise akcií (Initial Public Offering) představuje první veřejnou nabídku akcií na burze s cílem získat pro emitenta nový kapitál pro další rozvoj společnosti. Nabídka může být provedena jako nabídka nových akcií (dochází ke zvýšení základního kapitálu) nebo jako kombinace vydání nových akcií a existujících akcií. Akcie může vydávat rodinná nebo státní firma přeměněná na akciovou společnost, stávající emitent či téměř nová společnost s perspektivním podnikatelským plánem tzv. **start-up**. Akcie může vydávat i nový subjekt, který se právně oddělil od mateřské společnosti, jedná se o tzv. **spin-off**. V souvislosti s pojmem IPO je v odborné literatuře uváděn také pojem **SEO - Seasoned Equity Offering**, což je v podstatě další emise akcií firem, s jejichž akciemi se již na kapitálovém trhu obchoduje.

SPO

Společnost, která vydala své akcie na veřejném trhu cenných papírů již dříve a nyní vydává akcie další, hovoříme o druhotných neboli sekundárních emisích SPO (Secondary Public Offering).

Duální listing

Emise akcií se současně obchodují na více burzách.

Manažer emise

Manažer emise (lead manager, lead underwriter, managing underwriter) na základě mandátní smlouvy uzavřené s emitentem, zajišťuje průběh procesu příprav i samotnou realizace IPO.

Due diligence

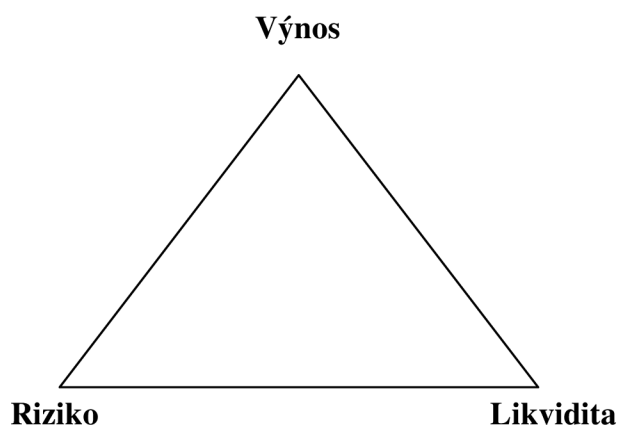
Jedná se o kompletní prověření firmy, v literatuře označovaná též jako hloubková prověrka, zahrnuje právní, ekonomické, finanční a účetní prověření. Due diligence se používá při koupi podniku nebo při uvedení akcií společnosti na veřejný trh [4 str.54]. Výsledky due diligence jsou klíčovým podkladem pro sestavování nabídkové části prospektu, slouží k určení hodnoty společnosti jako základ pro stanovení nabídkové ceny. Obecně je určena pro interní použití jednotlivými stranami v rámci transakce. V případě, že finanční a právní due diligence hradí emitent, hovoříme o tzv. **vendor due diligence**.

3.1 MAGICKÝ TROJÚHELNÍK INVESTOVÁNÍ

Při investování do investičních instrumentů musí vždy investor zvažovat faktory, které mohou zcela zásadně ovlivnit jeho investici. Těmito faktory jsou:

- **Výnosnost**
- **Rizikovost**
- **Likvidita**

Základní investorské pravidlo, které vyjadřuje vzájemný vztah mezi těmito veličinami se nazývá „magický trojúhelník“. Princip magického trojúhelníku říká, že není možné dosáhnout ideální investice, tj. dosáhnout maximálního výnosu při minimálním stupni rizika investice a okamžitě investici prodat - proměnit v hotové peníze. Investor se vždy pohybuje v kontextu těchto faktorů.[7]



Obrázek 4 : Magický trojúhelník investování

Zdroj: vlastní tvorba

Výnos investice

Hlavním motivem pro investování je výnos. Výnos investice je ve své podstatě odměna investora za úspěšně realizovanou transakci za určité časové období. Z hlediska podstaty vzniku výnosů se rozdělují na **běžné výnosy** a **kapitálové výnosy**. Běžnými výnosy se označují veškeré příjmy plynoucí investorům z držby finančních investičních instrumentů. Může se jednat např. o úroky z poskytnutých úvěrů, kuponové platby z dluhopisů aj. Naopak kapitálové výnosy nevznikají na základě držby finančních investičních instrumentů, ale při jejich obchodování. Jedná se tedy především o cenné papíry. [8]

Riziko investice

Riziko investice je dáno nejistotou spojenou s budoucím očekávaným výnosem investice. Velikost rizika se měří pomocí směrodatné odchylky od očekávaného výnosového procenta. V souvislosti s investováním do finančních instrumentů hovoříme o **systematickém (tržním) riziku**, kam patří zejména:

- riziko změn úrokových sazeb
- riziko měnové
- riziko inflační
- riziko právní
- riziko událostí

Dále rozlišujeme tzv. **jedinečné (nesystematické, specifické)** riziko, kam patří:

- riziko podnikání
- riziko finanční (insolvence, či úpadek emitenta aj.) [6, 8]

Likvidita investice

Likvidita je ukazatel, který vyjadřuje rychlost přeměny finančního instrumentu zpět na finanční hotovost bez většího poklesu ceny. Likvidní cenné papíry jsou kotovány a obchodovány především na hlavních trzích světových burz.

4 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÁ SITUACE

Jak jsem již uvedla v úvodu, tato práce se zabývá především primárními veřejnými nabídkami akcií (IPO). Primární emise jsou důležité nejen z pohledu jednotlivých emitentů, ale zejména pro další rozvoj kapitálového trhu jako celku. Prvotní rozvoj IPO je možné sledovat na přelomu 50. a 60. let, především v reakci na velké nároky bank na poskytování úvěrů. Další vlnu rozvoje zažil trh IPO v druhé polovině 90.let, kdy byly především akcie internetových firem velmi populární mezi investory. Na všech vyspělých a v současné době i rozvojových kapitálových trzích jako např. Brazílie, Rusko, Indie a Čína tzv. **BRIC** země, jsou IPO běžnou součástí trhu. Dle čtvrtletní zprávy poradenské společnosti ERNST & YOUNG z roku 2009 jsou tyto trhy hybnou silou celosvětového nárůstu veřejných emisí akcií. Nové firmy získaly ve světě od investorů během úpisu ve 3. čtvrtletí 2009 37,8 mld.dolarů. Čínské společnosti získaly téměř dvě třetiny této sumy, americké 8,4% a indické firmy získaly kolem 7%. Na českém kapitálovém trhu se primární emise akcií objevily až v roce 2004. I když investoři čekali na nové investiční příležitosti, nebylo v podstatě možné úspěšně realizovat primární emise IPO na pražské burze. Hlavní důvody malé aktivity na kapitálovém trhu jsou především v tradici bankovního dluhového financování, ale také zejména v systémové odlišnosti právního prostředí. Negativní roli při vývoji kapitálového trhu také sehrála z počátku netransparentnost a nedostatečný dozor nad burzovním trhem, nedostatečný systém regulace, chybějící vládní podpora kapitálového trhu a proto jsme mohli být svědkem několika finančních skandálů, které rozhodně nepřispěly k důvěryhodnosti českého kapitálového trhu. V současné době je již situace na českém kapitálovém trhu poněkud odlišná, základní legislativní změny vstoupily v platnost se vstupem České republiky do EU v květnu 2004. Od tohoto roku je také pražská burza držitelem statusu „Designated Offshore Market“, který uděluje americká Komise pro cenné papíry a potvrzuje tak americkým investorům, že se jedná o transparentní a bezpečný trh. Dosud se na pražské burze zrealizovalo devět primárních úpisů akcií. V následujících podkapitolách této práce uvedu pozitivní a negativní aspekty IPO z pohledu emitenta a postup při realizaci IPO na českém kapitálovém trhu.

4.1 POZITIVNÍ A NEGATIVNÍ ASPEKTY IPO Z HLEDISKA EMITUJÍCÍ SPOLEČNOSTI

Přínos emitenta získáním kapitálu prostřednictvím IPO je následující:

- poskytuje nový kapitál, zdroje na investice
- vytváří hodnotu pro vlastníka a její dlouhodobý růst
- přináší nové možnosti rozvoje společnosti
- zlepšuje tržní pozici a úvěrovou bonitu společnosti
- posiluje PR společnosti
- zvyšuje motivaci zaměstnanců
- přináší vyšší důvěryhodnost a prestiž společnosti

Negativní aspekty, které se mohou stát překážkou realizace IPO pro společnost jsou následující:

- omezení rozhodovací pravomoci stávajících vlastníků a manažerů společnosti
- zvýšená informační povinnost, transparentnost
- sdílení budoucích zisků s novými akcionáři
- přímé a nepřímé náklady spojené s primární emisí
- riziko nepřátelského převzetí

4.2 HLAVNÍ PODMÍNKY PRO ÚSPĚŠNOU REALIZACI IPO

Předpoklady pro úspěšný úpis akcií společnosti uvádím v následujícím přehledu:

- příznivá situace na veřejném trhu a zdravá ekonomika
- perspektivní podnikatelský záměr
- významný podíl na trhu a potenciál dalšího růstu
- jednoduchá vlastnická struktura
- cílově zaměřený marketingový koncept
- dostatečně vysoké tržby zajišťující návratnost vložených prostředků
- vize budoucích zisků podložené kvalitními dosavadními výsledky
- zkušený manažer emise
- správně nastavený emisní kurs
- transparentní postup při umístování na trh

Následující obrázek č.5 znázorňuje vhodnou společnost na realizaci IPO, jímž je finančně zdravá, stabilní společnost, se silnou pozicí na trhu. Společnost musí disponovat obchodním plánem minimálně na 3 roky, auditovanými finančními výkazy a vést účetnictví dle mezinárodních účetních standardu (IFRS) včetně evidence tří roků nazpět. Samozřejmostí je stabilní a schopný management společnosti. Minimální objem emise pro vstup na hlavní trh burzy je stanoven na 200 mil.Kč, ovšem aby byla společnost atraktivní pro zahraniční investory musí být celková obchodovaná kapitalizace minimálně 1 mld. Kč



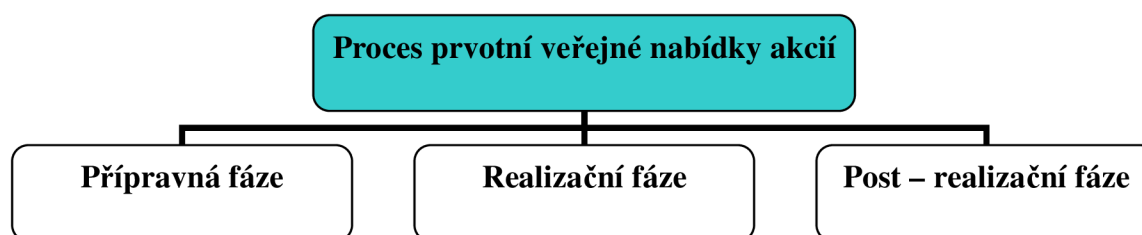
Obrázek 5: Charakteristika ideálního kandidáta na emisi IPO

Zdroj: Patria

4.3 POSTUP PŘI PŘÍPRAVĚ A REALIZACI IPO

Potenciální emitent musí posoudit, zda jeho vlastní situace a situace na trhu je pro úpis akcií příznivá. Jestliže společnost splňuje výše uvedené předpoklady pro realizaci IPO viz. kapitola 4.2. může přistoupit k další fázi procesu, jenž je v literatuře [4] označována jako **realizační fáze**. Pokud to podmínky pro IPO umožňují a emitent se pro veřejný úpis rozhodl, vybere si manažera emise a uzavře s ním mandátní smlouvu. **Manažer emise** by měl zajistit bezproblémový průběh procesu příprav i vlastní realizace. Manažer emise koordinuje veškeré aktivity a představuje pro emitenta hlavního partnera v průběhu celé transakce. Provede kompletní prověření emitenta a podrobné finanční analýzy tzv. **due diligence**, identifikuje potřebné množství kapitálu (objem emise), určí vhodný kapitálový trh pro úpis emise. V této

době by měla být již svolána valná hromada, která by měla rozhodnout o navýšení základního kapitálu a podat návrh na jeho zvýšení k obchodnímu soudu. Představenstvo společnosti na základě doporučení manažera emise rozhodne o objemu emise a emisním kurzu a také určí způsob jeho stanovení. Následující obrázek znázorňuje jednotlivé fáze postupu při realizaci IPO.



Obrázek 6: Jednotlivé fáze procesu prvotní veřejné nabídky akcií

Zdroj: Meluzín, Zinecker (2009)

Dalším velmi důležitým krokem v realizační fázi procesu je sestavení prospektu emitenta. **Prospekt emitenta** je základním dokumentem obsahujícím detailní právní a ekonomické informace o emitentovi a souvisejících rizicích. Prospekt emitenta je vypracován na základě požadavků zákona o cenných papírech² a burzovních pravidel. Prospekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou nezbytné pro investory k posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, rizik spojených s investicí, majetku a závazků emitenta, jeho zisků a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace. Prospekt musí být schválen odborem dohledu nad kapitálovým trhem **ČNB** (do roku 2006 vykonávala tuto funkci Komise pro cenné papíry). Souběžně s tímto procesem probíhá **žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu**. BCPP má povinnost vydat rozhodnutí do 2 měsíců.[4, 31] Po podání žádosti o přijetí emise k obchodování dochází k dalšímu kroku realizační fáze tzv. **příprava research**, kdy se stanoví pokyny a pravidla pro zveřejňování informací, probíhá prezentace analytikům, příprava a distribuce analýz. V rámci přípravy research je poskytnut návod analytikům pro provedení ocenění.

² Zákon č 591/1992 Sb., o cenných papírech

Vyhláška č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru

Jestliže ČNB schválila prospekt emise a vydala povolení k obchodování s akciemi emitenta dochází k představení emise institucionálním investorům, správcům portfolií a obchodníkům s cennými papíry tzv. **road show**. Za účasti managementu společnosti a manažera emise se prezentuje strategie emitenta tzv. **investment story**, poskytne se předběžný prospekt a analýza společnosti od analytiků manažera emise. V rámci road show manažer emise zjišťuje, zda trh bude mít zájem o emisi a při jakém emisním kurzu. Road show trvá nejméně 1-2 týdny. Prezentace probíhají buď pro skupinu investorů (angl. group presentation) nebo pro jednoho investora (angl. 1-on1s).

Tato nesmírně důležitá fáze testování zájmu investorů přechází v tzv. **bookbuilding** (sestavení knihy poptávky), což je následné sbírání nákupních příkazů investorů, na jejichž základě manažer emise určí emisní kurz akcií a objem emise. Manažer emise na začátku upisovacího období stanoví cenové rozmezí, resp. maximální cenu. Pokyny k úpisu mohou být obvykle podávány:

- **za tržní cenu** („market“) – pokyn k úpisu se realizuje za cenu, kterou stanoví manažer emise v rámci oznámeného cenového rozpětí / do maximální ceny
- **za limitní cenu** – pokyn k úpisu obsahuje maximální cenu stanovenou investorem, za kterou je investor ochoten akcii nakoupit. V případě stanovení příliš nízké limitní ceny nebude jeho poptávka uspokojena

Po ukončení úpisu investorů a stanovení emisní ceny dochází k **alokaci akcií** dle typu investora, ceny a množství. Jelikož IPO bývá konstruováno tak, aby existoval převis poptávky, jsou objednávky drobných investorů kráceny podle stanoveného klíče. Obecně platí, že čím vyšší je zájem investorů o novou emisi, tím více jsou investoři kráceni, na druhou stranu tím vyšší je pravděpodobnost, že cena akcie po uvedení na trh poroste.

Následně manažer emise provede uveřejnění finální verze prospektu a na základě přijetí akcií k podmíněnému obchodování mohou investoři začít obchodovat. **Podmíněné obchodování** je technický servis burzy, který umožňuje investorům v rámci procesu IPO začít okamžitě obchodovat s předmětnou emisí, aniž by museli čekat na samotné vydání cenných papírů.

K vypořádání těchto obchodů ovšem dojde nejdříve v den zahájení oficiálního obchodování.

- obchody v podmíněném režimu jsou burzou garantovány
- jedná se obvykle o 1 - 5 dní

V rámci IPO většinou dochází ke kombinované nabídce, při které jsou nabízeny investorům nové i stávající akcie. Podle toho také rozeznáváme kdo je příjemcem výnosu z IPO: nové akcie - získané prostředky představují příjem pro společnost v podobě zvýšení základního kapitálu, stávající akcie - získané prostředky představují příjem pro prodávající akcionáře.

Poslední fází v procesu realizace IPO je tzv. **post-realizační fáze**, při které manažer emise usiluje o stabilizaci kurzu a likvidity emise akcií. Jako nástroj stabilizace ceny akcií slouží manažerovi tzv. „opce navýšení“ angl. **Greenshoe** neboli **Overallotment Option** tak, aby během prvních 30 dnů od dokončení nabídky bylo s emisí vytvořeno stabilní a likvidní obchodování. Nadlimitní opce umožňuje manažerovi emise přidělit až 115% velikosti nabídky za nabídkovou cenu, tím se vytváří krátká pozice angl. **short position**. Během 30-ti dnů po nabídce má manažer emise možnost pokrýt tento 15% rozdíl nákupem akcií od emitenta za nabídkovou cenu - uplatnění opce navýšení, nebo prostřednictvím nákupů na trhu (akcie se obchoduje za cenu nižší než je nabídková cena). Dochází tak ke stabilizaci ceny akcie.[4, 6]

Další opatření vytvořené za účelem podpory růstu kurzu akcií v období po nabídce akcií je ang. **lock-up period**. Jedná se o období po nabídce akcií, po které nesmějí rozhodující akcionáři, příp. management emitenta prodávat akcie, které byly předmětem nabídky. Obvykle trvá až 180 dní.[4, 6]

Po úspěšné aplikaci stabilizačních mechanismů čeká emitenta intenzivní a dlouhodobá práce v oblasti udržování vztahů s investory angl. **investor relations** a **informační povinnosti** jenž subjektu ukládají zákonné normy, především zákon o podnikání na kapitálovém trhu³. V rámci informační povinnosti společnost pravidelně zveřejňuje výroční zprávy, čtvrtletní ukazatele výsledků společnosti, pololetní zprávy, či jakékoliv zprávy které by mohly ovlivnit či narušit důvěru investorů v kapitálový trh.

³ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Závěrečné shrnutí:

Přípravná fáze:

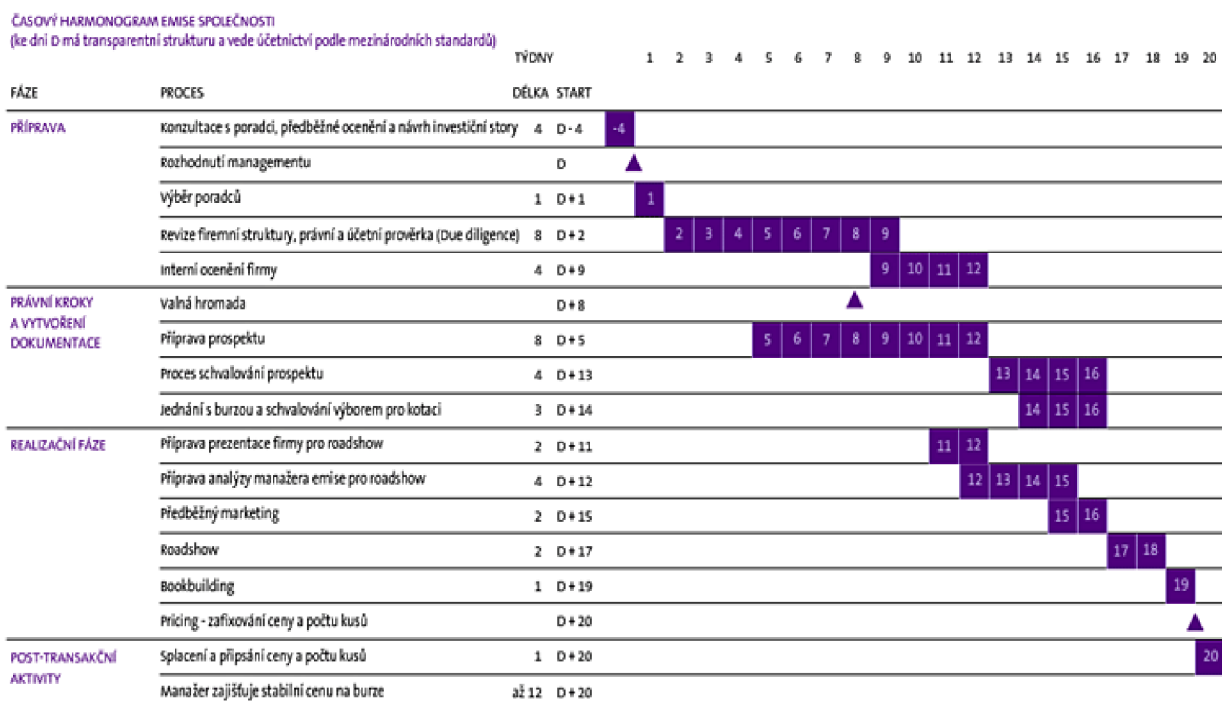
- a) komplexní příprava společnosti na veřejně obchodovatelnou společnost
- b) proces trvá 1-2 roky

Realizační fáze:

- a) výběr manažera emise včetně realizačního týmu
- b) návrh struktury transakce a výběr vhodné burzy cenných papírů
- c) provedení kompletní ekonomické tzv.,,due diligence“
- d) příprava prospektu a veškeré smluvní dokumentace
- e) svolání valné hromady
- f) schválení emisního prospektu
- g) proces přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu
- h) identifikace a oslovení potenciálních investorů, příprava tzv.,,investment story“
- i) setkání emitenta s investory v rámci tzv.,, roadshow“
- j) určení emisního kurzu akcií a zabezpečit analytické pokrytí nového akciového titulu
- k) přijetí akcií k obchodování na kapitálovém trhu

Post-realizační fáze

- a) garance likvidity a stability kurzu akcií v počáteční fázi
- b) udržování vztahu s investory tzv.,, investor relations“
- c) pravidelné zveřejňování informací, informační povinnost



Obrázek 7: Časový harmonogram emise

Zdroj: BCPP

4.4 POHLED NA IPO ZE DVOU STRAN - NAPLNĚNÍ ZÁMĚRU IPO VERSUS ZISKY PRO INVESTORY

V rámci realizace primárních emisí akcií na trh většinou dochází ke kombinované nabídce, při které jsou investorům nabízeny nové i stávající akcie. Podle toho také rozeznáváme, kdo je příjemcem výnosu z IPO. Při nabízení **nových akcií** představují získané prostředky příjem pro společnost v podobě zvýšení základního kapitálu. U emise **stávajících akcií** představují získané prostředky příjem pro prodávající akcionáře. Jedná se o tzv. **exit**. Firma, která chce udělat emisi IPO musí být transparentní a musí přesvědčit budoucího investora, že její struktury nebudou zneužity a že budou sloužit pro růst firmy. Jak uvedl generální ředitel Burzy cenných papírů Praha Petr Koblíček: „Až na drobné výjimky jsou IPO v Čechách spíše tzv. exity existujících vlastníků z firem. Přitom **původní logika IPO** v anglosaských zemích je **získat kapitál pro další rozvoj firmy**. Jinými slovy u nás je IPO považováno za vrcholový okamžik vývoje firmy a ne jako postupný krok k vrcholu“.⁴

⁴ Bankovníctví, 2009, číslo 26, s. dostupné z <http://www.bankovnictvi.ihned.cz>

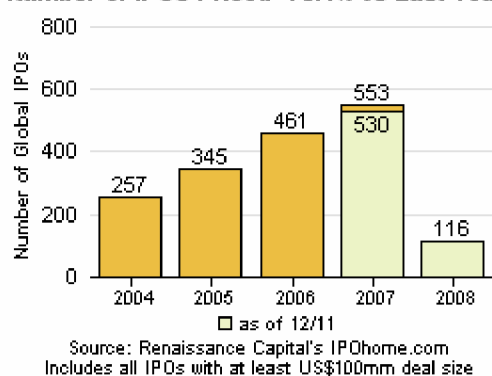
5 VLASTNÍ NÁVRH ŘEŠENÍ

V této části práce se věnuji analýze IPO ve světě. Dále zmapuji vývoj primárních emisí akcií na polském kapitálovém trhu v porovnání s český kapitálovým trhem. Cílem následující praktické části diplomové práce je nalézt algoritmus výpočtu výnosnosti akcií IPO a odpovědět tak na otázky: Jsou investice do primárních emisí na českém trhu nadprůměrně výnosné? Jsou tyto emise pro investory atraktivní? Závěrem této kapitoly provedu vyhodnocení získaných výpočtů a zhodnotím výnosnost dosavadních IPO na pražské burze.

5.1 IPO VE SVĚTĚ

V současné době můžeme dobře sledovat historicky zajímavý vývoj trhu IPO v době tzv. globální finanční krize. **Ekonomická krize** započala v roce 2007 v USA a zpočátku se hovořilo o tzv. **hypotéční krizi**. Tato krize vznikla v důsledku nízkých úrokových sazeb a snadno dostupných peněz. Byly poskytovány vysoce rizikové úvěry, peníze byly investovány téměř kamkoliv, trh nemovitostí včetně komerčních nemovitostí neomezeně rostl, obchody s deriváty vzrostly na stovky bilionů ročně, narůstaly spekulace a ovládaly globální finanční systém. Je zajímavé sledovat, zda vůbec společnosti přistupují k primárním emisím IPO, o jaké společnosti se jedná a zda vůbec dokáží investorům přinést adekvátní výnosy. Dle společnosti **Renaissance Capital** byl rok 2008 co se týče objemu IPO snad nejhorší za posledních třináct let. Dokonce se na amerických trzích v druhé polovině roku 2008 celé tři měsíce neobjevilo žádné IPO, což je nejdelší doba od recese v sedmdesátých letech. Situace se evidentně nezlepší dokud nedojde ke stabilizaci finančních trhů.

Number of IPOs Priced -78.1% vs Last Year



Obrázek 8: Srovnání počtu IPO
Zdroj: Renaissance Capital

Pro bližší názornost vývoje trhu s IPO bych ráda uvedla některé hlavní indexy, jenž se právě zaměřují na primární emise akcií, v porovnání s dalšími akciovými indexy. Již zmíněná společnost **Renaissance Capital** se specializuje na výzkum primárního úpisu akcií a patří mezi hlavní experty v této oblasti. Analýzy této společnosti používají brokerské firmy jako např. Goldman Sachs, JP Morgan, Credit Suisse, Citi, Morgan Stranley. Společnost Renaissance Capital sestavila **FTSE Renaissance IPO Composite Index**, který patří mezi uznávané benchmarky na trhu IPO ve Spojených Státech. Index aktuálně zahrnuje 86 IPO. V následující tabulce je porovnána výkonnost tří hlavních indexů vůči Renaissance IPO indexu za období posledních šesti let. V roce 2003 index dosáhl stejné výkonnosti jako S&P (26,4%), v roce 2004 dosáhl v porovnání s ostatními indexy maximální hodnoty 33,3%. V období 2004-2007 výkonnost indexu Renaissance výrazně převyšuje ostatní indexy, ovšem v roce 2008 následuje propad o -50,2%.

Indexy	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Renaissance IPO index	26,4%	33,3%	23,2%	17,5%	15,1%	-50,2%
S&P 500	26,4%	9,0%	3,0%	13,6%	3,5%	-38,5%
Russell 2000	45,4%	17,0%	3,3%	17,0%	-2,8%	-34,8%
NASDAQ Composite	50,0%	8,6%	1,4%	9,5%	9,8%	-40,5%

Obrázek 9: Výkonnost indexů

Zdroj: Renaissance Capital

Ve své výroční zprávě „**Annual Global IPO Review**“ za rok 2009 společnost Renaissance Capital uvedla, že rok 2009 začíná být stabilizačním rokem a v roce 2010 můžeme očekávat pokračující vzestup úpisů primárních emisí v asijských zemích. Právě americké trhy v loňském roce zažily hektický nárůst veřejných nabídek primárních emisí čínských společností, sám NASDAQ zaevidoval rekordních 33 nových čínských firem, a jejich počet se tak zvýšil na 124. Rok 2010 by mohl být ve Spojených Státech pro IPO růstový a tento vliv by se mohl rozšířit na světové trhy. Následující tabulka udává velikosti primárních emisí IPO ve světě v porovnání s americkými akciemi primárních emisí.

Globální IPO	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Počet obchodů	257	345	461	554	120	165
Celkový výnos (mld.US\$)	109	148,4	219,9	256,7	80,7	101,3
US IPO	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Počet obchodů	217	214	221	272	43	63
Celkový výnos (mld.US\$)	43,0	35,6	44,9	59,7	28,0	21,9
Průměrná velikost obchodu (mil.US\$)	198	166	203	219	650	348

Obrázek 10: Souhrnná data

Zdroj: Renaissance Capital

Německá společnost **STOXX Ltd.** patřící Deutsche Börse AG sestavuje index zaměřený na evropské primární emise **Down Jones STOXX IPO index**. Společnosti zařazené do indexu musí mít tržní kapitalizaci větší než 100 milionu Eur. Tento index zahrnuje primární emise obchodované na 18 evropských burzách a je sestavován v časových periodách tří, dvanácti a šedesáti měsíců⁵

	Performance			
Dow Jones STOXX IPO Index (Price, EUR)	December 2008	YTD 2008	Q4 2007	2007
Dow Jones STOXX IPO Index (3 months)	-5.59%	-71.25%	-2.60%	-3.65%
Dow Jones STOXX IPO Index (12 months)	-3.72%	-64.11%	-6.69%	4.40%
Dow Jones STOXX IPO Index (60 months)	-4.17%	-59.36%	-3.48%	-0.33%
Dow Jones STOXX 600 Index	-3.51%	-45.42%	-3.50%	-0.17%
Dow Jones STOXX 50 Index	-3.21%	-43.27%	-3.57%	-0.36%

Obrázek 11: Down Jones STOXX IPO Index

Zdroj: STOXX Ltd.

Společnost **PriceWaterhouseCoopers** vydává každoročně zprávu **IPO Watch Europe** o situaci primárních emisí na hlavních evropských trzích. Dle průzkumu zkoumá na čtvrtletní bázi akciové trhy zemí - Rakousko, Belgie, Dánsko, Francie, Německo, Řecko, Nizozemí, Irsko, Itálie, Lucembursko, Norsko, Polsko, Portugalsko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko, Velká Británie. **Rok 2008** byl vlivem globální ekonomické krizi a ztrátě důvěry v kapitálové trhy velmi nepříznivý pro nové emise. Dle průzkumu byl nejúspěšnějším trhem pro IPO opět

⁵ Stoxx Ltd., December 2008 „Preliminary IPO Report dostupné z <http://www.stoxx.com/news/reports.html>

Londýn. Druhým neúspěšnějším trhem byla Varšavská burza, která co se týče objemu a celkové hodnoty uvedla dvě z deseti největších veřejných nabídek primárních emisí. Dle společnosti **Ernst&Young** bylo na globálních trzích v roce **2007** uskutečněno 1979 nabídek IPO o celkovém objemu 287 mld.US\$. Rok 2009 je podle analytiků k primárním úpisům akcií příznivější. Zatím bylo globálně realizováno 1213 emisí IPO za 288,6 miliardy dolarů. Dle agentury Bloomberg prodaly nové společnosti na burzách v USA od začátku září akcie za sedm miliard dolarů. V následující tabulce jsou uvedeni největší upisovatelé emisí IPO. Největší podíl na trhu (přes deset procent) mají společnosti JP Morgan, Morgan Stanley a Goldman Sachs.

Společnost	Podíl na trhu IPO (v %)
JP Morgan	14,1
Morgan Stanley	11,3
Goldman Sachs	11,2
UBS	8,3
BAC-ML	8
Credit Suisse	6,5
Citi	4,9
Nomáda	4,4
Deutsche Bank	4,4
Barclays Capital	2,7

Obrázek 12: Top 10 upisovatelů emisí IPO

Zdroj: Capital Partners

V roce 2008 se uskutečnila největší emise IPO v historii. Akcie největšího provozovatele platebních karet na světě VISA Inc. naplnily očekávání investorů i analytiků. Doposud největší primární emise se týkala telekomunikační společnosti AT&T Wireless, která prodejem akcií v primárním úpisu získala 10,6 mld.\$\$. Společnost VISA Inc. byla původně privátní firma vlastněná členskými bankami, po úpise je již veřejně obchodovatelnou společností. Následující tabulka uvádí reálnou velikost emise v porovnání s plánem.

	Plán	Skutečnost
Upisovací cena	37-42 US\$	44 US\$
Výnos z IPO	17,4 mld. US\$	17,9 mld. US\$
Počet upsaných akcií	406 mil. kusů	406 mil. kusů
Tržní kapitalizace	38,2 mld. US\$	42,5 mld. US\$

Obrázek 13: Velikost IPO Visa Inc.

Zdroj: aktien.wallstreet-online.de

Dle studie společnosti PricewaterhouseCoopers evropský trh primárních emisí překonal v prvním čtvrtletí roku 2010 americké trhy a to jak počtem emisí, tak jejich hodnotou. Na evropských burzách se zrealizovalo **77 emisí IPO v hodnotě 4,671 miliardy EUR** (cca 117,1 miliardy Kč), v USA to bylo **27 emisí IPO za 2,968 miliardy EUR**. V následující tabulce je uvedeno meziroční srovnání burz, na kterých se uskutečnil největší počet IPO. Největší podíl na celkovém počtu má varšavská burza (16 IPO), ovšem celkovým objemem se na předním místě nachází NYSE Euronext (1907 mil.EUR).

Burza	IV. čtvrtletí 2009		IV. čtvrtletí 2008	
	Hodnota IPO (v mil.EUR)	Počet IPO	Hodnota IPO (v mil.EUR)	Počet IPO
NYSE Euronext	1907	13	6	13
Varšava	1454	16	555	23
Londýn	951	14	666	12
Lucemburk	456	8	-	-
Miláno	121	3	-	-

Obrázek 14: Hodnota IPO na evropských burzách

Zdroj: PriceWaterhouseCoopers

V následující tabulce jsou uvedeny největší úpisy akcií v evropském regionu. Mezi nejúspěšnější emise patří polská energetická společnost Polska Grupa Energetyczna a holandská pojišťovna Delta Lloyd NV přesahující jednu miliardu EUR.

Firma	Hodnota úpisu (mil.EUR)	Sektor	Burza
Polska Grupa Energetyczna	1407	energetika	Varšava
Delta Lloyd NV	1016	pojišťovnictví	NYSE Euronext
CFAO	806	zahraniční obchod	NYSE Euronext
Gartmore Group	378	investiční společnost	Londýn
Better Capital	158	investiční společnost	Londýn

Obrázek 15: Největší emise IPO v Evropě za IV. čtvrtletí 2009

Zdroj: PriceWaterhouseCoopers

Z pohledu středoevropského regionu je nejvýznamnějším trhem primárních emisí Polsko. V následující kapitole se pokusím zanalyzovat polský trh primárních emisí IPO.

5.2 SITUACE NA POLSKÉM TRHU IPO, IPO BOOM V POLSKU

Pro srovnání vývoje IPO uvádím situaci na polském trhu primárních emisí. Důležitost si získal především na IPO zatím nejdynamičtější trh Evropy **NewConnect**, na kterém se obchodují emise malých a středních firem a je součástí varšavské burzy, více viz kapitola 5.2.1. Zájem investorů o polský trh podporují především velké privatizační plány polské vlády, která má na rozdíl od České republiky a většiny dalších zemí v regionu stále podniky k privatizaci. V Polsku mají silnou pozici penzijní fondy, které evidují přes sto tisíc drobných investorů, umožňují firmám získávat levný kapitál na trhu a privatizovat přes trh. V roce 2007 vstoupilo na polskou burzu **Warsaw Stock Exchange** (dále jen WSE) 81 nových společností, z toho 12 bylo zahraničních společností. Např. pro srovnání v roce 1997, jenž byl rekordní na primární emise bylo uvedeno 62 IPO. Primárními úpisy společnosti získaly 5,05 miliard EUR. Následující tabulky zahrnují hlavní charakteristiky polské burzy.

	Domácí společnosti	Zahraniční společnosti	Celkem
Hlavní trh	319	22	341
Vedlejší trh	40	0	40
CELKEM	359	22	381

Obrázek 16: Počet obchodovaných společností na varšavské burze

Zdroj: Warsaw Stock Exchange

	Domácí společnosti	Zahraniční společnosti	Celkem
Hlavní trh	114 047.99	68 952.51	183 000.50
Vedlejší trh	1 175.58	0.00	1 175.58
TOTAL	115 223.57	68 952.51	184 176.08

Obrázek 17: Tržní kapitalizace v mil EUR

Zdroj: Warsaw Stock Exchange

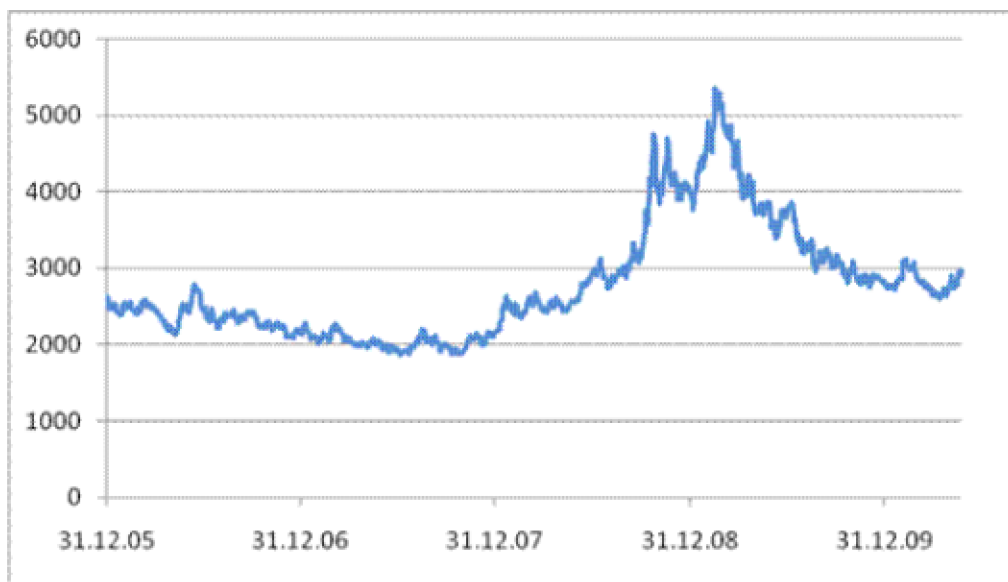
Následující tabulka uvádí přehled emisí IPO v roce 2009. Nejzajímavější primární emise v roce 2009 byl úpis akcií společnosti **Polska Grupa Energetyczna**, která bývá označována výrazem „polský ČEZ“.

	Emitent	Datum uskutečnění emise	Emisní kurz (PLN)	Velikost emise IPO (PLN)	Velikost emise IPO+již vydané akcie (PLN)	Závěrečný kurz prvního dne obchodování (PLN)
1	Centrum Klima	6.01.09	7,10	0,00	0,00	11,00
2	Bumech	14.01.09	13,60	5 508 394,40	5 508 394,40	18,89
3	GPM Vindexus	23.03.09	6,00	1 751 628,00	1 751 628,00	7,80
4	Aplisens	25.05.09	6,00	15 000 000,00	15 000 000,00	6,65
5	Ipopema Securities	26.05.09	5,00	0,00	26 249 985,00	5,87
6	LW Bogdanka	25.06.09	48,00	528 000 000,00	528 000 000,00	57,50
7	Delko	18.09.09	9,50	14 250 000,00	14 250 000,00	10,52
8	Arctic Paper	23.10.09	15,00	121 500 000,00	162 750 000,00	15,40
9	Asseco South Eastern	28.10.09	14,00	233 858 763,00	233 858 763,00	17,20
10	PGE	06.11.09	23,00	5 968 810 500,81	5 968 810 500,81	25,99
11	Patentus	09.11.09	2,30	6 900 000,00	6 900 000,00	2,45
12	PCC Intermodal	18.12.09	3,00	20 269 668,00	20 269 668,00	3,15
13	Intakus	22.12.09	2,20	5 500 000,00	5 500 000,00	2,12
	Total			6 921 348 954,21	6 988 848 939,21	

Obrázek 18: Emise IPO v roce 2009

Zdroj: WSE

V letošním roce chystá polská burza historicky největší úpis akcií pojišťovací společnosti **PZU**, v hodnotě deseti miliard dolarů. Následující graf znázorňuje vývoj hlavního indexu varšavské burzy WIG 20, kde se obchodují akcie dvaceti největších a nejlikvidnějších společností.



Graf 2: Index WIG 20

Zdroj: WSE

Dále je v roce 2010 plánováno v Polsku další IPO v energetice, a to konkrétně firmy Tauron Polska Energia, a pokračování prodeje akcií energetických společností PGE a Enea. Podle specialisty na polský trh společnosti X-Trade Brokers Remigiusze Gorského se má během příštího půl roku objevit na hlavním parketu polské burzy deset nových IPO. Podle Gorského navíc trh New Connect, který se specializuje na malé střední firmy, eviduje desítky žádostí o umístění IPO. První česká firma, jenž uskutečnila IPO na polském trhu NewConnect ve Varšavě, byla společnost **Photon Energy**, developer fotovoltaických elektráren. Firma vstoupila na trh v říjnu 2008. Následovala další energetická společnost **BGS Energy Plus**. Od svého vzniku v roce 2007 uvedl NewConnect na polský trh **102** společností. V případě úspěchu a splnění dalších kritérií mohou firmy přestoupit na hlavní trh varšavské burzy. K tomuto kroku směřuje společnost Photon Energy, uvažuje o tom i BGS Energy Plus. „Úspěch polské burzy v primárních úpisech má několik příčin, k hlavním patří přístup státu ke kapitálovému trhu, ne tak silná pozice bankovního sektoru v zemi, jakožto konkurenční síly financování podniků a možnost i pro malé a střední firmy dojít si na burzu pro kapitál,“ uvedl analytik Cyrrusu Karel Potměšil důvody úspěšných úpisů⁶.

⁶ dostupné z <http://www.cyrurus.cz/ccf/ipo-1>



5.2.1 NEWCONNECT

V srpnu 2008 založila **Varšavská akciová burza (WSE)** speciální segment **NewConnect**, tržně - regulovaný trh podobný **Alternative Investment Market (AIM)** Londýnské burzy (LSE). Emitenti nejsou svázáni povinností splnit striktní seznam požadavků, jako je tomu u hlavního trhu WSE. Emitenti jsou přiváděni na NewConnect pomocí licencovaných poradců (Nomads), kteří odpovídají za emitenta po dobu 12-ti měsíců od uvedení na trh. Emitenti musí mít také svého market animátora (zjednodušené verze funkce „market makera“ známého např. z pražské burzy) po dobu 12- ti měsíců od uvedení na trh. Od zavedení trhu NewConnect na něj vstoupilo již 102 společností NewConnect (mimo jiné v srpnu 2008 již zmíněná první zahraniční společnost Photon Energy). Kapitál získaný úpisem akcií na NewConnectu je nyní vyšší než 80 milionů EUR a tržní kapitalizace firem na NewConnectu činí 346 milionů EUR.

Hlavní výhody vstupu na NewConnect jsou především:

- vstup na trhu je možné zrealizovat do 3 měsíců od rozhodnutí vstoupit na trh
- společnost má možnost přejít na mezinárodní účetní standardy nebo zůstat u svého stávajícího systému účetnictví
- náklady se pohybují od 3-5 % při minimalizaci nákladů

5.3 SITUACE NA ČESKÉM TRHU IPO

Na úvod bych chtěla shrnout dosavadní vývoj primárních emisí akcií na pražské burze. Do 31.12. 2009 zrealizovalo na pražské burze své emise primárních akcií IPO 8 společností:

- **Zentiva N.V.**
- **Orco**
- **Pegas Nonwovens**
- **VIG**
- **AAA Auto Group N.V.**
- **VGP**
- **ECM**
- **NWR**

V roce 2010 proběhl zatím jediný primární úpis akcií:

- **KIT Digital, Inc.**

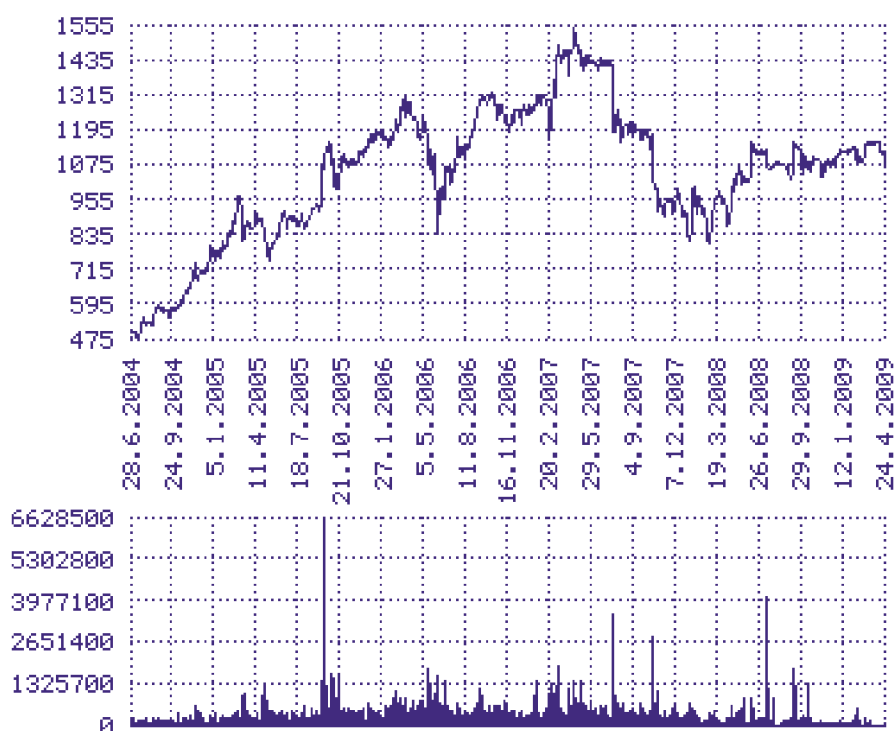
Následující tabulka uvádí přehled emisí IPO podle tržní kapitalizace.

	Název	ISIN	Tržní kapitalizace [mil. Kč]	Tržní kapitalizace [mil. EUR]	Tržní kapitalizace [mil. USD]	Počet akcií po IPO (ks)
1	VIG	AT0000908504	124 416,00	4 898,30	6 521,10	128 000 000,00
2	NWR	NL0006282204	73 880,30	2 908,70	3 872,30	263 739 999,00
3	VGP	BE0003878957	6 764,20	266,30	354,50	18 583 050,00
4	PEGAS	LU0275164910	4 291,70	169,00	224,90	9 229 400,00
5	KITD	US4824702009	3 616,00	142,40	189,50	14 174 853,00
6	ORCO	LU0122624777	2 351,50	92,60	123,30	12 033 866,00
7	ECM	LU0259919230	2 223,20	87,50	116,50	3 862 500,00
8	AAA	NL0006033375	1 209,50	47,60	63,40	67 757 875,00

Obrázek 19: IPO na českém kapitálovém trhu dle tržní kapitalizace (2005-2010)

Zdroj: lit. Meluzín, Zinecker(2009) a BCPP

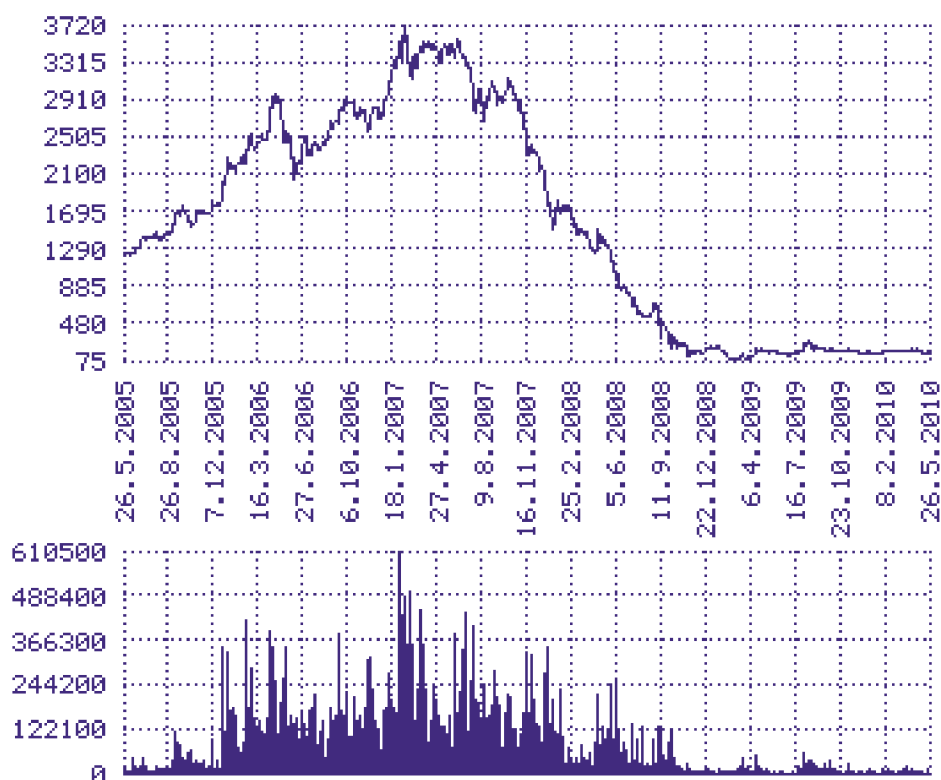
První společnost, která v roce 2004 zrealizovala IPO na pražské burze byla **Zentiva, N.V.** Mezinárodní farmaceutická společnost vznikla jako nástupnická společnost podniku Léčiva, a.s. po jeho akvizici slovenské firmy Slovakofarma, a.s. Jednalo se o **kombinovanou formu IPO**, což znamená, že společnost emitovala jak primární akcie tak sekundární akcie, které byly použity k odprodeji obchodních podílů dosavadních akcionářů. Jak konstatuje Ing. Meluzín v knize IPO, hlavním cílem IPO bylo umožnit vystoupení fondů rizikového kapitálu ze společnosti a zhodnocení jeho investice formou prodeje na burzovních trzích. Počátkem roku 2009 společnost Zentivu převzala skupina Sanofi-Aventis a došlo ke stažení akcií z pražské burzy. Od 28.4. 2009 se již s akciemi Zentivy neobchoduje. Jelikož se emise na pražské burze již neobchoduje a protože její kurz byl na konci obchodování ovlivněn procesem skupování akcií ze strany Sanofi-Aventis nezařadila jsem akcie společnosti Zentiva do výzkumu výnosnosti primárních emisí.



Graf 3: Vývoj kurzu emise Zentiva 5-leté období
Zdroj: BCPP

5.3.1 Rok 2005 - Orco

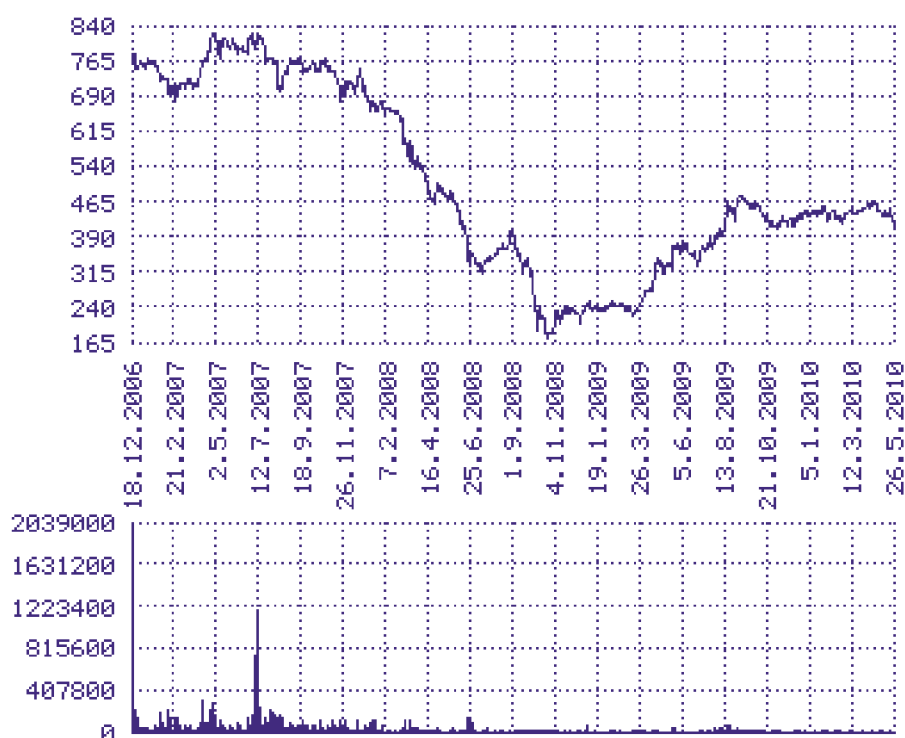
Od února 2005 se na pražské burze uskutečnil **dualní listing** (dvojité kotování akcií a směnitelných obligací) společnosti **Orco Property Group S.A.**(dále jen Orco). Společnost **Orco** má vedoucí postavení na nemovitostních trzích střední a východní Evropy, je investorem a stavebním podnikatelem, zaměstnává 2500 pracovníků z více než 15 zemí světa. Její akcie jsou také kotovány na burze Euronext v Paříži a na burzách ve Varšavě a Budapešti. Jak jsem uvedla již v úvodu, předmětem mé diplomové práce je potvrzení či vyvrácení hypotézy, zda je výnosné investovat do IPO na pražské burze. Jak vidíme z následujícího grafu vývoje kurzu akcií, od uvedení emise na trh v roce 2005 do poloviny roku 2007 vykazovaly akcie trvalý růst. Zvrat nastal s nástupem tzv. hypotéční krize a akcie za sledované období **klesly téměř o 86%**.



Graf 4: Vývoj kurzu emise Orco 5-leté období
Zdroj: BCPP

5.3.2 Rok 2006 - Pegas Nonwovens, VIG, ECM

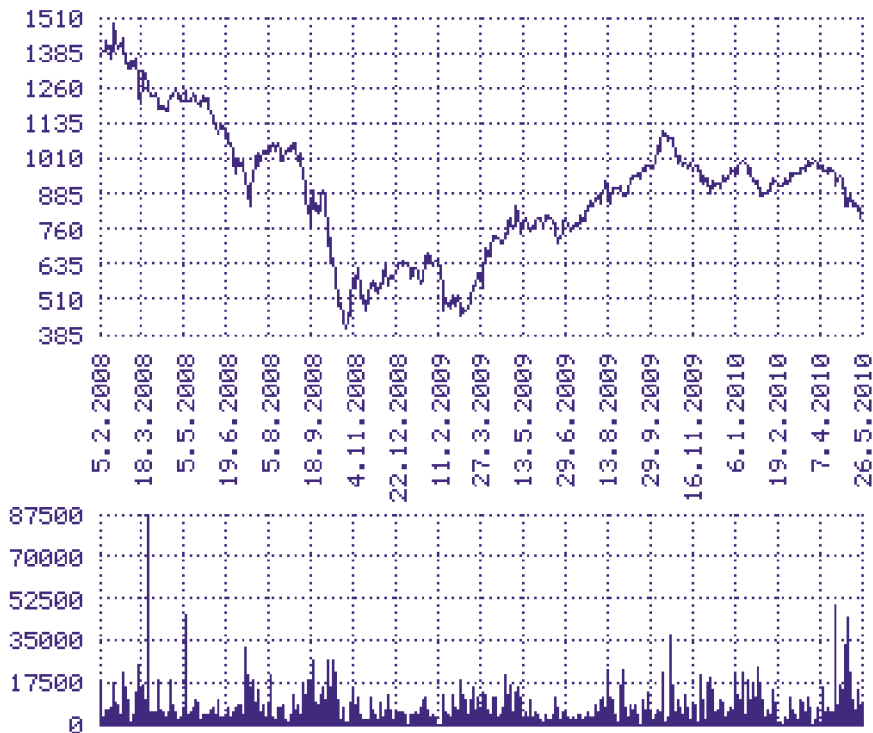
V prosinci 2006 proběhl úpis akcií společnosti **Pegas Nonwovens S.A.**, (dále jen Pegas), jenž je předním světovým výrobcem netkaných textilií a pojišťovny **Vienna Insurance Group** (dále jen VIG). Primární emise společnosti Pegas byla dle manažerů emise čtyřikrát přeupsána - poptávka investorů po akciích převýšila čtyřikrát jejich nabídku. Z grafu vývoje kurzu akcií Pegas vidíme, že půl roku po uvedení na trh akcie vykazovaly stabilní cenové rozpětí a v druhé polovině roku 2007 začal sestupný trend. Od svého uvedení na trh do 30.12.2009 akcie ztratily **44%** své původní ceny.



Graf 5: Vývoj kurzu emise Pegas Nonwovens 5-leté období

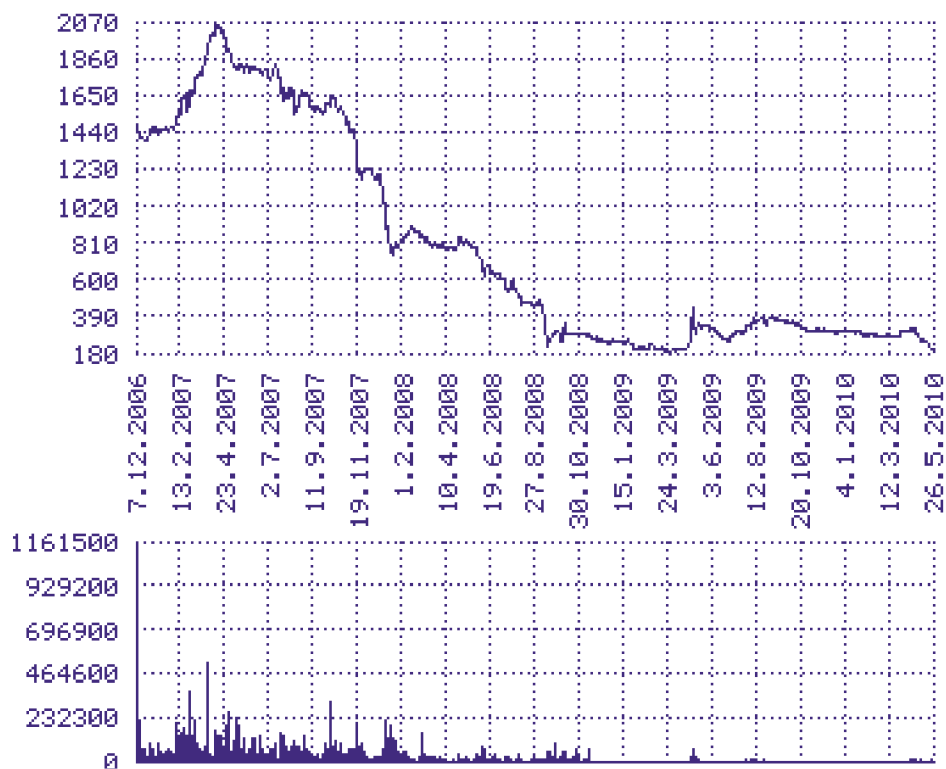
Zdroj: BCPP

Následující graf zobrazuje vývoj kurzu akcií VIG. Po uvedení akcií na trh v únoru 2008 akcie vykazují trvalý pokles, ke dni 30.12.2009 akcie ztratily **32%** své původní ceny.



Graf 6: Vývoj kurzu emise VIG 5-leté období
 Zdroj: BCPP

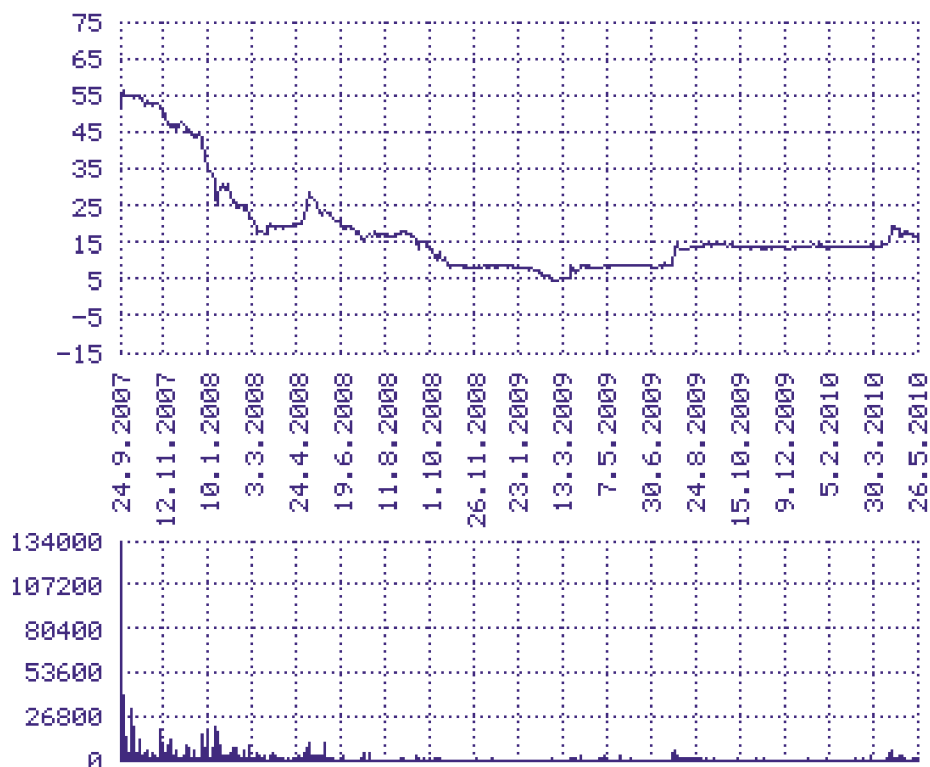
Třetí společností, která koncem roku 2006 zrealizovala primární úpis akcií byla společnost **ECM Real Estate Investment, S.A.** (dále jen ECM). ECM zahájila činnost na českém trhu v roce 1991 a zabývá se projektováním a výstavbou komerčních a rezidenčních nemovitostí. Dle manažerů emise poptávka po akciích překročila nabídku u institucionálních investorů čtyřikrát, u retailových investorů dokonce sedmkrát. Následující graf zobrazuje vývoj kurzu akcií, který necelý půl rok po vstupu emise na trh má vzrůstající tendenci, dále následuje sestupný trend. K 30.12.2009 akcie ECM ztratily téměř **78%** původní ceny akcie.



Graf 7: Vývoj kurzu emise ECM 5-leté období
Zdroj: BCPP

5.3.3 Rok 2007 – AAA Auto Group, VGP

V tomto roce proběhly dvě menší primární emise. První emisi zrealizovala firma **AAA Auto Group N.V.** (dále jen AAA), jejíž předmětem činnosti je zejména prodej ojetých vozů a zprostředkování finančních služeb v automobilové oblasti ve střední a východní Evropě. I když poptávka investorů po akciích během IPO převýšila téměř dvakrát jejich nabídku, na místo očekávaného zisku za rok 2007 ve výši 8 milionů euro společnost prodělala 4,9 milionu euro. Akcie AAA do konce roku 2009 ztratily **75%**.

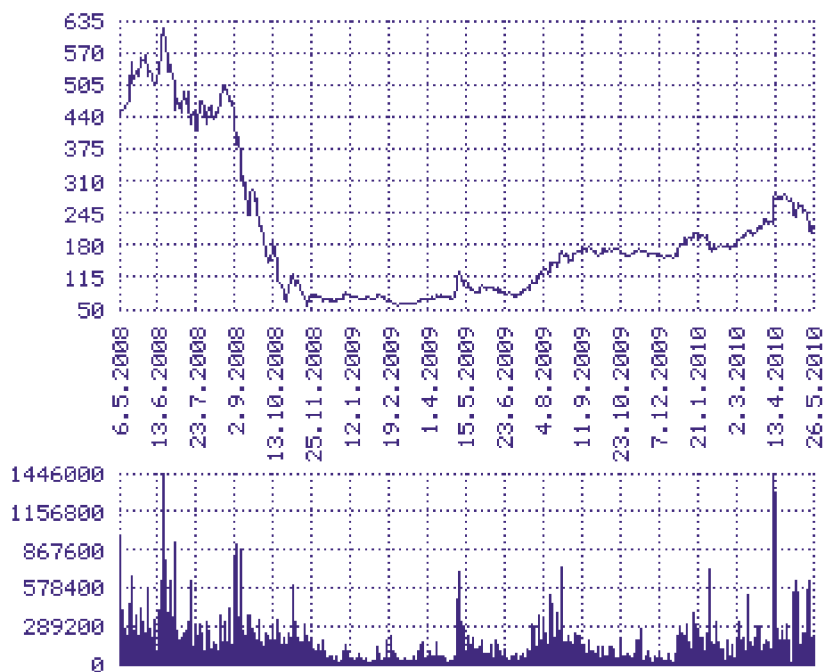


Graf 8: Vývoj kurzu AAA 5-leté období
Zdroj: BCPP

Druhou emisi zrealizovanou v roce hypotéční krize uskutečnila společnost **VGP, N.V.** (dále jen VGP). Firma působí na realitním trhu, zaměřuje se na akvizice, development a správu semi-industriálních objektů. Při nabídce primární emise 83% akcií upsali (na dolním limitu upisovacího pásma) investoři provázaní s původními vlastníky. Akcie se obchodují v KOBOSu. Tržní kapitalizace společnosti je cca 300 mil.EUR.

5.3.4 Rok 2008 - NWR

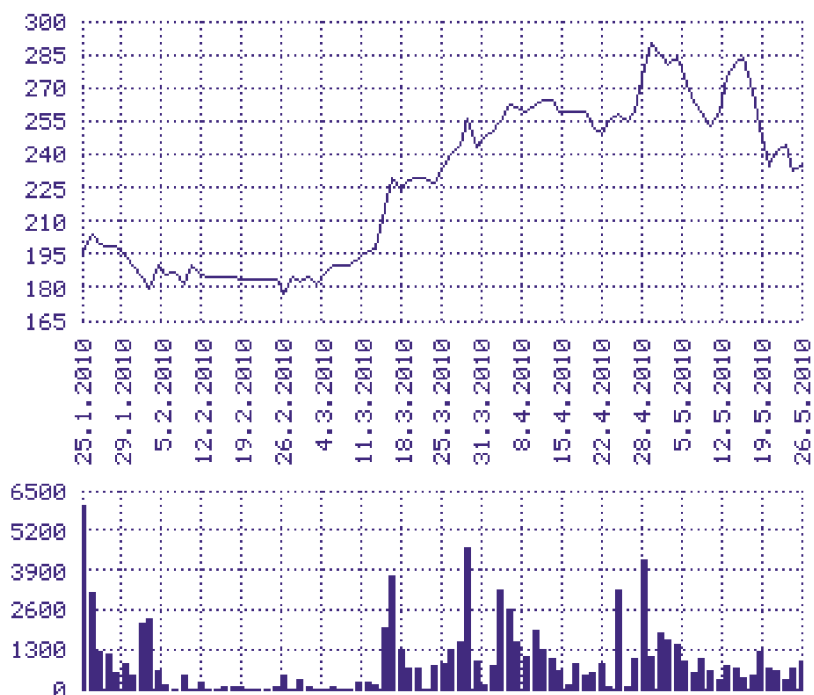
V roce 2008 se na pražské burze uskutečnila jediná primární emise akcií společnosti **New World Resources, N.V.** (dále jen NWR). Hlavním předmětem činnosti společnosti je těžba černého uhlí a výroba koksu. NWR je největší producentem černého uhlí v ČR a střední Evropě. Společnost upsala své akcie na pražské, londýnské a varšavské burze. Emise byla přeupsána více než sedmkrát. Celkový výtěžek emise přesáhl 35 miliard Kč. Jednalo se o dosud největší IPO na českém kapitálovém trhu a dokonce i o největší primární úpis na londýnské burze. Investoři, kteří akcie NWR upsali v květnu 2008 za 445 korun za kus, ztrácejí ke dni 30.12.2009 přes **63%** původní ceny akcie.



Graf 9: Vývoj kurzu emise NWR 5-leté období

Zdroj: BCPP

V letošním roce 2010 se zrealizovalo pouze jediné IPO společnosti **KIT Digital, Inc.**(dále jen KITD). Jedná se o jedinou firmu z oblasti IT obchodovanou na pražské burze. Předmětem činnosti společnosti KITD je poskytování softwarových řešení pro správu, řízení a prodej video obsahu na bázi internetových digitálních technologií. Akcie společnosti jsou obchodované na americkém trhu Nasdaq a pražské burze.



Graf 10: Vývoj kurzu emise KITD 5-leté období
 Zdroj: BCPP

V následující tabulce uvádím souhrnný přehled poklesu cen jednotlivých primárních emisí akcií od jejich prvotního obchodování ke konci roku 2009.

Akcie	Růst/pokles ceny ke dni 30. 12. 2009
PEGAS	-44,40%
AAA	-75,80%
ECM	-78,30%
NWR	-63,80%
ORCO	-86,70%
VIG	-32,30%
PX	30,19%

Obrázek 20: Výnosnost akcií k 30. 12. 2010
 Zdroj: vlastní tvorba

5.3.5 ADEPTI NA IPO

Již delší dobu se spekuluje o společnostech, které plánují primární emisi svých akcií. Realita je ovšem taková, že prohlášení o IPO na pražské burze bylo již několik, ale ke skutečné realizaci zatím nedošlo. Možnými kandidáty mohou být společnost **Student Agency**, **Elmarco**, **CS Cargo**. Záměr vstoupit na burzu oznámila již firma **AVG** (antivirové programy) či sázková kancelář **Fortuna**. Dle tiskového prohlášení belgické finanční skupiny KBC můžeme očekávat v příštím roce primární úpis akcií **ČSOB**. KBC hodlá prodat 30 - 40 % podíl v ČSOB, očekává se, že prodávaný podíl bude v objemu 50 - 60 mld. Kč a bude se tak jednat o největší IPO v historii pražské burzy. Celková tržní kapitalizace by mohla být podobná, jako má v současné době Komerční Banka (140 - 150 mld. Kč). Žádné bližší informace doposud nebyly zveřejněny. Analytici očekávají, že o emisi bude velký zájem jak ze strany institucionálních, tak retailových investorů. Nové emise společností by mohly napomoci k oživení obchodování na pražské burze a přilákat nové investory.

5.3.6 MOŽNÝ BUDOUCÍ VÝVOJ IPO V ČR

Současný český kapitálový trh co se týče primárních emisí ustrnul. Hlavní příčinou je především finanční globální krize a její následné doznívání. Trh primárních emisí akcií má cyklický charakter, kdy nejvíce emisí IPO bývá upisováno v obdobích konjunktury. Přece jen se tomuto trendu vymykají trhy emerging markets jako je Čína, Indie či Brazílie, které v loňském roce zdvojnásobily objem IPO na 200 mld. dolarů. Na českém kapitálovém trhu přetrvává nezáměr českých firem o úpisy. Z důvodu celosvětové finanční krize mnohé společnosti odložili realizaci IPO a myslím, že i přes zlepšující se ekonomickou situaci se tento trend nezmění ani následující rok. Domnívám se, že problémy legislativního a technického charakteru emisí byly odstraněny či vyřešeny a realizování primárních emisí dále nic nebrání. Další možnou příčinou může být např. současná cena akcií vzešlých z IPO viz. NWR či způsob finální realizace některých úpisů. Dle mého názoru se začnou společnosti orientovat více na polský trh a své IPO budou realizovat právě na burze NewConnect ve Varšavě. Ta je dle statistik Asociace evropských burz v poslední době řazena na přední místa nejen v IPO aktivitách, ale i zobchodovaných objemech primárních úpisů.

5.3.7 Dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce

Mnohé empirické studie se zabývají jevy spojenými s primárními veřejnými nabídkami akcií na kapitálových trzích. Jedná se především o podhodnocení emisního kurzu akcií a dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich veřejné nabídce. Hlavním cílem mé práce je zanalyzovat výnosnost jednotlivých primárních emisí na českém kapitálovém trhu a jednotlivými výpočty dokázat, zda je či není nadprůměrně výnosná investice do těchto emisí akcií. Výzkumem výnosnosti akcií po jejich prvotní veřejné nabídce se dlouhodobě zabývá prof. Ritter. Ve své práci dokázal, že období **nižší výnosnosti** primárních emisí trvá **3-5 let** po jejich veřejné nabídce. Ve svých analýzách porovnává z důvodu velkého množství dat a časových řad dosud nejaktivnější americký trh primárních emisí akcií. Ve svém empirickém výzkumu dále dokazuje, že prvních šest měsíců po realizaci IPO je výnosnost těchto akcií vyšší než ve zbylém období 3-5 let. Tento jev vysvětluje uzavřením již výše zmíněné dohody (viz kapitola 4.3 diplomové práce) o dočasném zákazu prodeje akcií tzv. lock-up agreement. Dále prokázal, že emise emitovaných akcií ztrácí svoji výnosnost převážně ve druhém roce po realizaci IPO. Možným vysvětlením jsou prodeje investorů, kteří chtějí realizovat rychlý zisk. Při zkoumání společností dle objemu jejich tržeb před primárním úpisem akcií J. R. Ritter prokázal, že nižší tříletá výnosnost akcií se projevuje u společností, jejichž tržby byly před realizací IPO nižší než 50 mil. USD. Nutno podotknout, že fenomén dlouhodobě nižší výnosnosti akcií po jejich prvotní veřejné nabídce je sledován i na ostatních kapitálových trzích, nejen v USA. Následující analýzou výnosnosti českých primárních emisí akcií bych chtěla dokázat již výše zmíněnou hypotézu a jako dílčí cíl mé práce ověřit, zda se potvrdí fenomén dlouhodobě nižší výnosnosti akcií IPO na českém kapitálovém trhu.

5.4 ANALÝZA VÝNOSNOSTI

Postup vypracování

Pro praktické naplnění cíle jsem stanovila algoritmus postupu při výpočtech nutných k formulaci závěru. Postup jsem se pro přehlednost snažila zkrátit do tří následujících kroků:

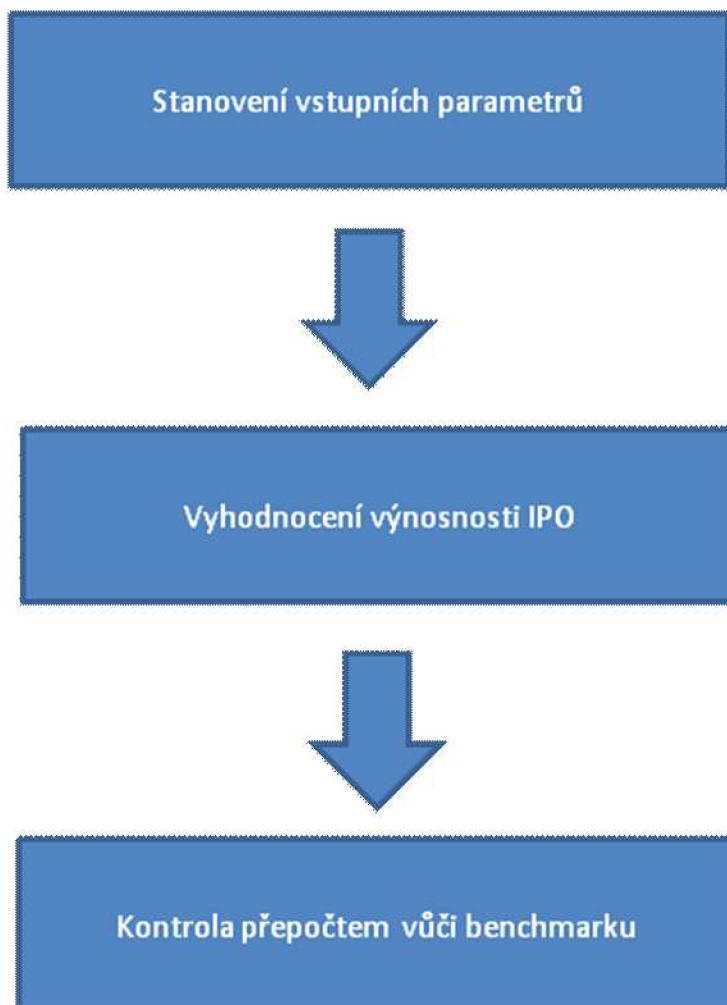
1. **Stanovení vstupních parametrů**
2. **Vyhodnocení výnosnosti IPO**
3. **Kontrola přepočtem vůči benchmarku**

U prvního kroku se jedná především o **stanovení „startovací“ ceny emisí**, která bude vstupovat do všech relevantních výpočtů, teoreticky existují tři základní možnosti - oficiální cena IPO, první cena na veřejném trhu a oficiální cena pro první obchodní den.

Druhý krok budu realizovat v rámci výpočtu výnosnosti jednotlivých emisí v daných, předem stanovených časových intervalech. Data pro výpočty k jednotlivým emisím a jednotlivým časovým intervalům použiji z oficiálního burzovního lístku BCPP zveřejněném společností Reuters. Výpočty pro názornost a lepší přehlednost zobrazím ve zkrácené tabulce. Na základě výpočtů vyvodím odpovídající závěry. **Cílem této části mé práce je ověření hypotézy "investovat do IPO je pro investory výhodné".**

V třetím kroku bych chtěla **kontrolními výpočty** provést srovnání průměrných výnosů vůči výnosu trhu tak, abych ověřila a eliminovala případný pohyb kapitálového trhu na vývoj cen a výnosnost emisí z IPO. Jako benchmark trhu jsem zvolila oficiální index Pražské burzy PX.

Postup po jednotlivých krocích je pro přehlednost znázorněn v následujícím obrázku:



Obrázek 21: Algoritmus výpočtu

Zdroj: vlastní zpracování

Na závěr výpočtů jsem se rozhodla ověřit předpoklad, že akcie emitované v rámci IPO by měly dlouhodobě „jít s trhem“. Data pro tento předpoklad použiji z výpočtů realizovaných pro potřebu kroku č. 3, tedy při kontrole proti benchmarku.

Praktické výpočty výnosnosti IPO se budou týkat emisí **PEGAS, AAA, ECM, NWR, ORCO, VIG**.

5.4.1 Stanovení vstupních parametrů

Prvním krokem je stanovení cen, které budou vstupovat do všech výpočtů Ceny akcií, které jsem použila při výpočtech, jsou tzv. otevírací ceny, pro které se standardně používá anglické označení OPEN, což je první cena za kterou můžou investoři akcie koupit na veřejném trhu. Ve svých výpočtech nepočítám s koupí akcií v rámci IPO, neboť objemy jsou kráceny ze strany investičních bank tak, aby mohly uspokojit preferované klienty. Stejně tak nepočítám s oficiální burzovní cenou pro první obchodní den, tzv. CLOSE, protože je stanovena algoritmem z posledních denních kurzů. Časové intervaly 5, 20, 50, 100, 250 a 500 dní jsem vybrala jako fixní počet obchodních dní (nikoliv týden, měsíc, rok) z důvodu lepší možnosti srovnání emisí akcií emitovaných v různých dnech a následného statistického zhodnocení. K datu zpracování práce nebyly známy ceny pro 500 obchodních dní u společností NWR a VIG.

5.4.2 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise PEGAS

PEGAS

1st close	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
784	747	760	679	809,1	709,3	235,1
	95,3%	96,9%	86,6%	103,2%	90,5%	30,0%
18.12.2006	-4,7%	-3,1%	-13,4%	3,2%	-9,5%	-70,0%

open	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
794,5	747	760	679	809,1	709,3	235,1
	95,3%	96,9%	86,6%	103,2%	90,5%	30,0%
18.12.2006	-4,7%	-3,1%	-13,4%	3,2%	-9,5%	-70,0%

5.4.3 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise AAA

AAA

1st close	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
55,04	55	52,44	47,5	25,42	13,65	14,59
	100,4%	95,3%	86,3%	46,2%	24,8%	26,5%
24.9.2007	0,4%	-4,7%	-13,7%	-53,8%	-75,2%	-73,5%

open	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
55,9	55	52,44	47,5	25,42	13,65	14,59
	100,4%	95,3%	86,3%	46,2%	24,8%	26,5%
24.9.2007	0,4%	-4,7%	-13,7%	-53,8%	-75,2%	-73,5%

5.4.4 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise ECM

ECM

1st close	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1471	1 422	1468	1655	1918	1244	290
	96,7%	99,8%	112,5%	130,4%	84,6%	19,7%
7.12.2006	-3,3%	-0,2%	12,5%	30,4%	-15,4%	-80,3%

open	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1424	1 422	1468	1655	1918	1244	290
	96,7%	99,8%	112,5%	130,4%	84,6%	19,7%
7.12.2006	-3,3%	-0,2%	12,5%	30,4%	-15,4%	-80,3%

5.4.5 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise NWR

NWR

1st close	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
445	458	566,8	468,6	284,6	80,1	N/A
	103,0%	127,4%	105,3%	64,0%	18,0%	N/A
6.5.2008	3,0%	27,4%	5,3%	-36,0%	-82,0%	N/A

open	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
449	458	566,8	468,6	284,6	80,1	N/A
	103,0%	127,4%	105,3%	64,0%	18,0%	N/A
6.5.2008	3,0%	27,4%	5,3%	-36,0%	-82,0%	N/A

5.4.6 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise ORCO

ORCO

1st close	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1286	1 268	1381	1297	1305	2188	3252
	98,6%	107,4%	100,9%	101,5%	170,1%	252,9%
1.2.2005	-1,4%	7,4%	0,9%	1,5%	70,1%	152,9%

open	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1286	1 268	1381	1297	1305	2188	3252
	98,6%	107,4%	100,9%	101,5%	170,1%	252,9%
1.2.2005	-1,4%	7,4%	0,9%	1,5%	70,1%	152,9%

5.4.7 Výpočet průměrných hodnot výnosnosti emise VIG

VIG

1st close	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1408	1 434	1355	1188	1059	645,5	N/A
	101,8%	96,2%	84,4%	75,2%	45,8%	N/A
5.2.2005	1,8%	-3,8%	-15,6%	-24,8%	-54,2%	N/A

open	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1407	1 434	1355	1188	1059	645,5	N/A
	101,8%	96,2%	84,4%	75,2%	45,8%	N/A
5.2.2005	1,8%	-3,8%	-15,6%	-24,8%	-54,2%	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování

5.4.8 Vyhodnocení dosažených výsledků

Následující tabulka zobrazuje souhrnný výstup získaných výpočtů.

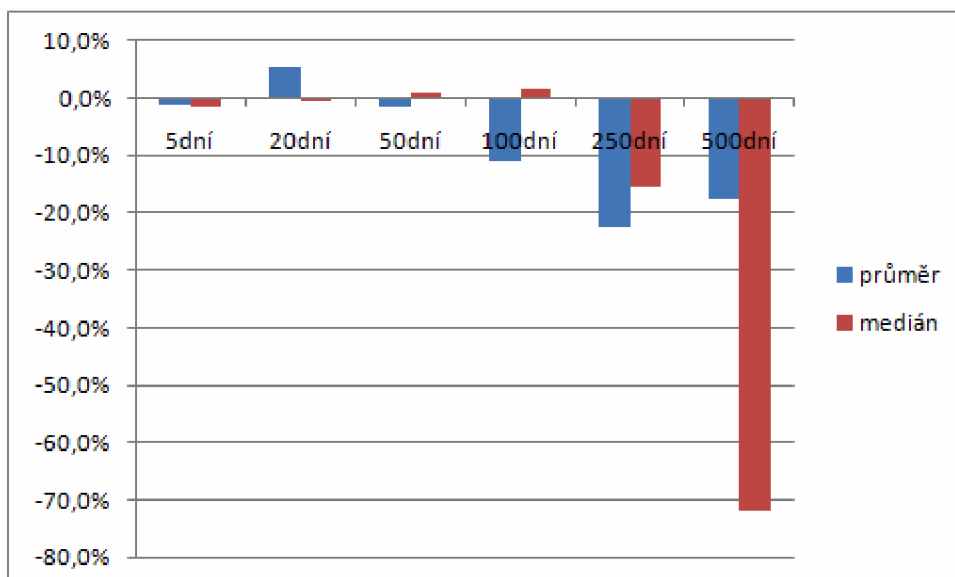
		5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
PEGAS	18.12.2006	-4,7%	-3,1%	-13,4%	3,2%	-9,5%	-70,0%
AAA	24.9.2007	0,4%	-4,7%	-13,7%	-53,8%	-75,2%	-73,5%
ECM	7.12.2006	-3,3%	-0,2%	12,5%	30,4%	-15,4%	-80,3%
NWR	6.5.2008	3,0%	27,4%	5,3%	-36,0%	-82,0%	N/A
ORCO	1.2.2005	-1,4%	7,4%	0,9%	1,5%	70,1%	152,9%
VIG	5.2.2005	1,8%	-3,8%	-15,6%	-24,8%	-54,2%	NA

průměr	-1,2%	5,4%	-1,7%	-11,0%	-22,4%	-17,7%
medián	-1,4%	-0,2%	0,9%	1,5%	-15,4%	-71,8%
minimum	-4,7%	-4,7%	-13,7%	-53,8%	-82,0%	-80,3%
maximum	3,0%	27,4%	12,5%	30,4%	70,1%	152,9%

Obrázek 22: Výpočet výnosnosti akcií

Zdroj: vlastní zpracování

Po výpočtu průměrných hodnot výnosnosti u jednotlivých emisí je zřejmý vliv data emise na celkovou výnosnost (např. ORCO, nebo ECM+PEGAS), cílem této diplomové práce však není analýza "časování" investic a v případě hodnocení výnosnosti investování do IPO není časování investice opodstatněné. Jak lze vidět z tabulky, jednotlivé výnosy emisí např. za 250 dní jsou kromě **ORCa** (70,1%) v záporných číslech. Při srovnání minimálních hodnot výnosnosti v jednotlivých časových intervalech se nejčastěji objevuje emise společnosti **AAA** (-4,7%, -13,7%, -53,8%). Největšího minima z jednotlivých emisí dosáhla společnost **NWR** (-82,0%). Při srovnání maximálních hodnot výnosnosti v jednotlivých časových intervalech se shodně (2x) objevuje emise **NWR** (3,0%, 27,4%) a **ECM** (12,5%, 30,4%). Největšího maxima z jednotlivých emisí dosáhla společnost **ORCO** (70,1%, 152,9%). Jestliže se investor rozhodl investovat do primárních emisí na českém kapitálovém trhu, ani krátkodobě ani dlouhodobě nedosahoval průměrné výnosy vyšší jak bankovní úroky natož deklarovaných výnosů na kapitálových trzích. Výjimkou je snad jen relativně krátké časové období 20 dnů, což je lépe vidět v následujícím grafickém zobrazení průměru a mediánu, kdy bylo dosaženo průměrné výnosnosti 5,4%. Pro srovnání a lepší možnost vyhodnocení výsledků v tabulce uvádím i střední hodnoty, tedy **medián** výnosů v jednotlivých časových intervalech. Medián je prvek statistického souboru, je to prostřední hodnota uspořádané řady hodnot. Hlavní výhodou mediánu je, že není ovlivněn extrémními hodnotami.



Graf 11: Grafické znázornění průměru a mediánu

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky výpočtů zobrazené v tabulce dokládají, že strategie investovat do IPO při porovnání průměrných výnosů nebyla historicky za posledních pět let na českém kapitálovém trhu příliš výnosná a tvrzení investičních bank, které emise prodávají o budoucím potenciálu emise a případně výnosnosti nemusí být pravdivé.

5.4.9 Srovnání průměrných výnosů vůči indexu PX

Druhým dílčím krokem v mé hypotéze, zda investice do IPO je či není pro investory výnosná, je **srovnání vůči indexu PX** obdobnou metodikou na stejných datech a za stejné období.

V následujících tabulkách jednotlivých emisí akcií je uvedena procentuální změna indexu PX v daných časových intervalech. Poslední řádek tabulky vyjadřuje změnu indexu PX ke změně ceny akcií jednotlivých emisí.

PEGAS

index	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1 626,10	1 570	1 609,90	1 628,00	1 819,60	1 805,80	847,60
	-3,5%	-1,0%	0,1%	11,9%	11,1%	-47,9%
	-36,3%	-207,3%	11562,2%	73,1%	186,2%	-46,2%

AAA

index	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1 792,10	1 829	1 848,40	1 766,90	1 568,50	1 178,00	1 155,60
	2,0%	3,1%	-1,4%	-12,5%	-34,3%	-35,5%
	82,3%	250,4%	-874,2%	-331,3%	-119,5%	-106,9%

ECM

index	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1 614,10	1 615	1 590,90	1 706,90	1 814,90	1 756,60	863,20
	0,1%	-1,4%	5,7%	12,4%	8,8%	-46,5%
	5476,7%	85,8%	-117,6%	-144,3%	274,8%	-72,6%

NWR

index	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1 644,00	1 642	1 669,80	1 400,30	1 277,70	903,70	N/A
	-0,1%	1,6%	-14,8%	-22,3%	-45,0%	N/A
	2457,4%	-1644,1%	135,8%	-61,8%	-82,1%	N/A

ORCO

index	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1 106,60	1 109	1 199,90	1 191,90	1 213,00	1 529,20	1 634,50
	0,2%	8,4%	7,7%	9,6%	38,2%	47,7%
	804,0%	12,4%	88,9%	84,6%	-83,7%	-220,5%

VIG

index	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
1 544,10	1 493	1 522,70	1 526,60	1 479,80	763,90	N/A
	-3,3%	-1,4%	-1,1%	-4,2%	-50,5%	N/A
	156,0%	-171,6%	-1278,7%	-495,2%	-7,2%	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující tabulka uvádí srovnání emisí IPO vůči indexu PX:

		5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
PEGAS	18.12.2006	-3,5%	-1,0%	0,1%	11,9%	11,1%	-47,9%
AAA	24.9.2007	2,0%	3,1%	-1,4%	-12,5%	-34,3%	-35,5%
ECM	7.12.2006	0,1%	-1,4%	5,7%	12,4%	8,8%	-46,5%
NWR	6.5.2008	-0,1%	1,6%	-14,8%	-22,3%	-45,0%	N/A
ORCO	1.2.2005	0,2%	8,4%	7,7%	9,6%	38,2%	47,7%
VIG	5.2.2005	-3,3%	-1,4%	-1,1%	-4,2%	-50,5%	N/A

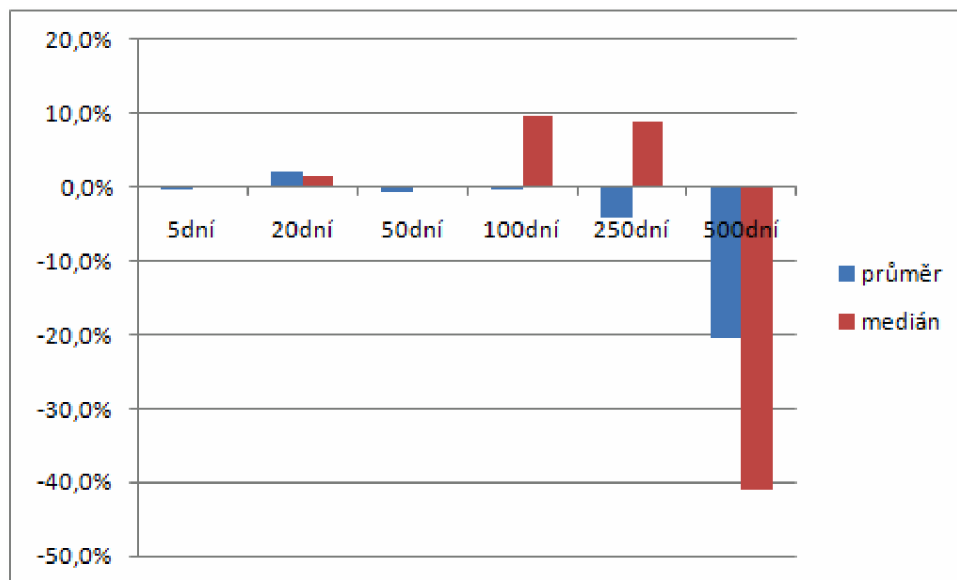
průměr	-0,3%	2,1%	-0,5%	-0,2%	-4,2%	-20,6%
medián	0,1%	1,6%	0,1%	9,6%	8,8%	-41,0%
minimum	-3,5%	-1,4%	-14,8%	-22,3%	-45,0%	-47,9%
maximum	2,0%	8,4%	7,7%	12,4%	38,2%	47,7%

Obrázek 23: Srovnání emisí IPO vůči indexu PX

Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedené tabulky vyplývá, že žádná z uvedených emisí kromě akcií společnosti **ORCO** (47,7%) nepřekonala v uvedeném časovém období index PX. Srovnáme-li minimální hodnoty výnosnosti jednotlivých emisí vůči indexu v jednotlivých časových intervalech pak nejvíce negativně se proti trhu pohybovaly akcie **NWR** (-14,8%, -22,3%, -45%). Maximálních hodnot

výnosnosti vůči indexu za jednotlivá časová období dosáhla emise **ORCO** (8,4%, 7,7%, 38,2%, 47,7%).



Graf 12: Grafické znázornění průměru a mediánu

Zdroj: vlastní zpracování

V dlouhodobém horizontu by měly emise IPO tzv. “jít s trhem“ ovšem tento předpoklad se výše uvedeným výpočtem nepotvrdil. Výsledky výpočtu uvedené v tabulce by naopak mohly svádět k interpretaci, že emise prodávané v IPO jsou oproti trhu nadhodnocené. Tento závěr však nelze bez dalšího analyzování uvedených společností a českého kapitálového trhu jednoznačně vyvodit a nebyly ani cílem mé diplomové práce. Domnívám se, že na základě výše uvedených výsledků lze konstatovat, že jsem ověřila zvolený dílčí cíl diplomové práce, tj. platnost fenoménu nižší výnosnosti akcií po IPO na českém kapitálovém trhu.

Jak již bylo uvedeno v první části mé diplomové práce, není při investování do investičních instrumentů možné opomíjet další faktory investování jako je **likvidita** a **riziko**. Vždy si musí investor vybrat, jaký faktor bude nejvíce zohledňovat, jaký druh strategie investování zvolí. V souvislosti s analýzou výnosností akcií IPO na českém trhu uvádím také likviditu u jednotlivých akcií v daných časových úsecích. Nejdříve jsem určila likviditu - tedy počet zobchodovaných akcií - za dané období 5, 20, 50, 100, 250 a 500 dní. Dále jsem určila průměrnou likviditu jednotlivých emisí za den v jednotlivých obdobích. Z následující tabulky

je patrné, že nejvyšší likviditu dosahují akcie dosud největší emise na českém kapitálovém trhu společnosti NWR.

Akcie	Datum úpisu	Likvidita	5dní	20dní	50dní	100dní	250dní	500dní
PEGAS	18.12.2006	za den (ks)	753 478	224 406	138 512	111 636	90 732	67 201
		za období (ks)	3 767 389	4 488 119	6 925 617	11 163 565	22 682 976	33 600 438
AAA	24.9.2007	za den (ks)	1 228 158	409 456	203 964	168 587	101 138	65 229
		za období (ks)	6 140 789	8 189 125	10 198 209	16 858 711	25 284 513	32 614 304
ECM	7.12.2006	za den (ks)	273 527	89 360	62 452	60 290	45 094	39 241
		za období (ks)	1 367 635	1 787 203	3 122 618	6 028 969	11 273 459	19 620 489
NWR	6.5.2008	za den (ks)	797 843	615 547	659 480	685 630	858 346	714 629
		za období (ks)	3 989 215	12 310 934	32 974 019	68 563 005	214 586 493	357 314 523
ORCO	1.2.2005	za den (ks)	62 926	31 542	23 576	16 607	16 261	28 765
		za období (ks)	314 631	630 847	1 178 818	1 660 715	4 065 287	14 382 685
VIG	5.2.2005	za den (ks)	4 286	5 452	7 806	5 786	7 234	6 110
		za období (ks)	21 430	109 030	390 303	578 617	1 808 560	3 055 207

Obrázek 24: Likvidita emisí akcií IPO

Zdroj: vlastní zpracování

V období současné přetrvávající nejistoty na kapitálových trzích by měli být investoři obzvláště obezřetní a zvažovat všechna dostupná **rizika** spojená s investicí do primárních emisí. Investor by se neměl spoléhat pouze na investiční doporučení makléřů obchodníků s cennými papíry či investičních společností, které mohou být někdy až nereálná, ale sám by měl emitující společnost sledovat a analyzovat. I když v současné době několik společností odložilo či úplně stáhlo svoji emisi primárních akcií, trhy se začínají postupně stabilizovat. Na druhou stranu ovšem potenciální investory může odradit příliš vysoká cena emise, a pokud upisovatel sníží cenu primární emise mohlo by to znamenat nezájem institucionálních investorů za tuto cenu nakupovat.

6 ZÁVĚR

Ve své diplomové práci s názvem „Analýza výnosnosti primárních emisí akcií na českém kapitálovém trhu“ jsem řešila problematiku výnosnosti primárních emisí na českém kapitálovém trhu. Použila jsem základní metody statistické analýzy na porovnání průměrné výnosnosti v časových úsecích 5, 20, 50, 100, 250 a 500 dní. Vstupní data pro výpočty k jednotlivým emisím jsem použila z oficiálního burzovního lístku BCPP zveřejněném společností Reuters. Vypočetla jsem průměrné hodnoty výnosnosti a pro ověření, protože jsem pracovala s relativně nízkým počtem dat i střední hodnoty (medián). Veškeré výpočty jsem dále srovnala s benchmarkem trhu, za který je považován oficiální index pražské burzy PX, výsledky ověření potvrdily předchozí postup. Z výsledků mnou provedených analýz jsem došla k závěru, že investice do primárních emisí akcií na českém kapitálovém trhu nejsou pro investory příliš výnosné, investor by měl preferovat investici spíše do běžně obchodovatelných akcií než do akcií v rámci IPO. Trh s primárními emisemi je velmi cyklický v závislosti na všeobecné náladě investorů a má svá specifika, jenž by měl potenciální investor brát v úvahu. V tomto ohledu jsem se v první části práce zaměřila na problematiku primárních emisí akcií a popsala postup přípravy a realizace IPO. Zkušenosti ukazují, že pro úspěšné uskutečnění primárních úpisů akcií IPO je naprosto zásadní správné načasování a pozitivní investorská nálada. Dále se také potvrdila hypotéza dlouhodobě nízkého výnosu akcií po jejich veřejné nabídce, čímž jsem potvrdila výsledky výzkumu J.R. Rittera na americkém kapitálovém trhu. Také je zřejmý vliv data emise na celkovou výnosnost akcií. Jestliže by se investor rozhodl investovat do primárních emisí na českém kapitálovém trhu, ani krátkodobě ani dlouhodobě by nedosahoval průměrné výnosy, které by byly vyšší než běžné bankovní úroky, natož obchodníky s cennými papíry deklarovaných výnosů na kapitálových trzích. Výjimkou je snad jen relativně krátké časové období 20 dnů, kdy bylo dosaženo průměrné výnosnosti 5,4%. I přes uvedená specifika trhu s IPO považuji problematiku primárních emisí za velmi zajímavou a s postupujícím oživením na globálních trzích věřím, že budeme svědky nových úpisů emisí i na českém kapitálovém trhu.

7 POUŽITÁ LITERATURA

- [1] GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2004. 155 s. ISBN 80-247-0709-8.
- [2] JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3.
- [3] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- [4] MELUZÍN, T., ZINECKER, M. *IPO - Prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
- [5] MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. 1. vydání. Praha: ETC Publishing, 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6.
- [6] NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy, zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007, 1. vydání, 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [7] PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy*. Professional Publishing, 2005, 2. doplněné vydání, 318 s. ISBN 80-86419-87-8.
- [8] REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie (Finanční trhy)*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2008, 352 s.
- [9] REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 1. vydání. Praha: Computer Press, 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- [10] SOJKA, Z., MANDELÍK, P. *Cenné papíry a burzy*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006. 3 sv. 184 s. ISBN 80-214-3269-1.

Zákony a vyhlášky:

- [11] Vyhláška č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru.
- [12] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- [13] Zákon č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- [14] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů

Zdroje z internetu:

- [15] Burza cenných papírů Praha [online]. 2010 [cit 2010-03-02]. Dostupné z WWW: <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>>.
- [16] Burza cenných papírů Praha Výroční zpráva [online]. 2010 [cit 2010-04-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Statisticke-Soubory>>.
- [17] Burza cenných papírů Praha [online]. 2009 [cit 2010-05-05]. Dostupné z WWW: <<http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2008.pdf>>.
- [18] ČNB [online]. 2010 [cit 2010-05-14]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/>.
- [19] Ernst & Young [online]. 2007 [cit 2010-04-24]. Dostupné z WWW: <<http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2007-IPO-CZ/>>.
- [20] Ernst & Young [online]. 2010 [cit 2010-05-02]. Dostupné z WWW: <http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2010_cinska-ekonomika>.
- [21] NewConnect [online]. 2009 [cit 2010-03-17]. Dostupné z WWW: <http://www.newconnect.pl/pub/statystyki_roczne/2008_NC.pdf>
- [22] Patria [online]. 2010 [cit 2010-04-07]. Dostupné z WWW: <http://www.patria.cz/generated/articles/Harmonogram_IPO.pdf>
- [23] Polské IPO [online]. 2009 [cit 2009-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aBeF4Xagkz_Q>
- [24] PricewaterhouseCoopers [online]. 2009 [cit 2010-03-21]. Dostupné z WWW: <<http://www.pwc.com/no/no/publikasjoner/boers/ipo-watchreport-2-2009.jhtml>>.
- [25] Renaissance Capital [online]. 2010 [cit 2010-04-13]. Dostupné z WWW: <<http://www.renaissancecapital.com/index/index.aspx>>.
- [26] Ritter, J. R. [online]. 2008 [cit 2010-04-07]. Dostupné z WWW: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/IPOs2007Factoids.pdf>.
- [27] Ritter, J. R. [online]. 2010 [cit 2010-04-07]. Dostupné z WWW: <<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>>.
- [28] Varšavská burza [online]. 2009 [cit 2010-05-12]. Dostupné z WWW: <http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_informacje&k=358&i=/publications/annual_report2008&sky=1>.

Seznam grafů:

Graf 1: Vývoj indexu PX

Graf 2: Index WIG 20

Graf 3: Vývoj kurzu emise Zentiva 5-leté období

Graf 4: Vývoj kurzu emise Orco 5-leté období

Graf 5: Vývoj kurzu emise Pegas Nonwovens 5-leté období

Graf 6: Vývoj kurzu emise VIG 5-leté období

Graf 7: Vývoj kurzu emise ECM 5-leté období

Graf 8: Vývoj kurzu AAA 5-leté období

Graf 9: Vývoj kurzu emise NWR 5-leté období

Graf 10: Vývoj kurzu emise KITD 5-leté období

Graf 11: Grafické znázornění výpočtů 1

Graf 12: Grafické znázornění výpočtů 2

Seznam obrázků

Obrázek 1: Rozdělení finančního trhu

Obrázek 2: Největší světové burzy dle tržní kapitalizace

Obrázek 3: Báze indexu PX platná od 23.3.2010

Obrázek 4: Magický trojúhelník investování

Obrázek 5: Charakteristika ideálního kandidáta na emisi IPO

Obrázek 6: Jednotlivé fáze procesu prvotní veřejné nabídky akcií

Obrázek 7: Časový harmonogram emise

Obrázek 8: Srovnání počtu IPO

Obrázek 9: Výkonnost indexů

Obrázek 10: Souhrnná data

Obrázek 11: Down Jones STOXX IPO Index

Obrázek 12: Top 10 upisovatelů emisí IPO

Obrázek 13: Velikost IPO Visa Inc.

Obrázek 14: Hodnota IPO na evropských burzách

Obrázek 15: Největší emise IPO v Evropě za IV. čtvrtletí 2009

Obrázek 16: Počet obchodovaných emisí na varšavské burze

Obrázek 17: Tržní kapitalizace akcií na varšavské burze

Obrázek 18: Emise IPO v roce 2009

Obrázek 19: IPO na českém kapitálovém trhu dle tržní kapitalizace (2005-2010)

Obrázek 20: Výnosnost akcií k 30. 12. 2010

Obrázek 21: Algoritmus výpočtu

Obrázek 22: Výpočet výnosnosti akcií

Obrázek 23: Srovnání emisí IPO vůči indexu PX

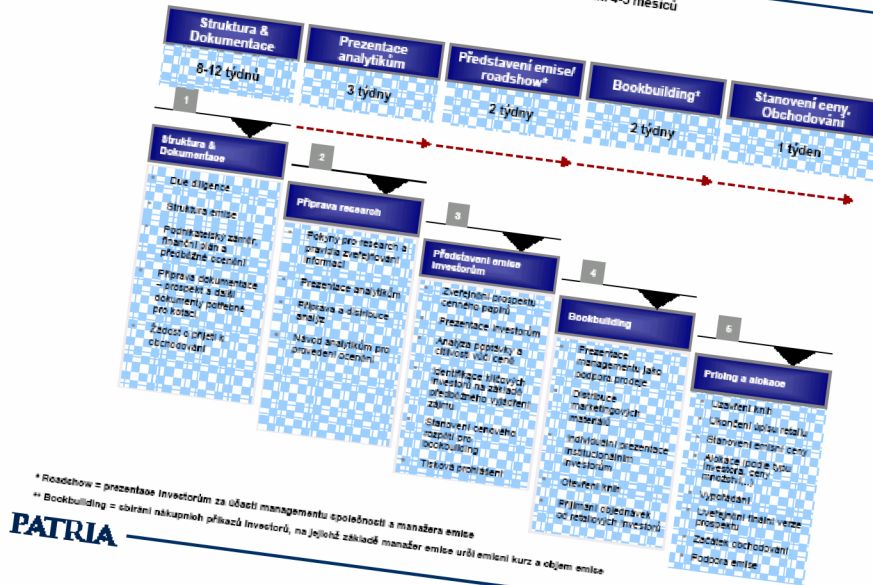
Obrázek 24: Likvidita emisí akcií IPO

8 PŘÍLOHA

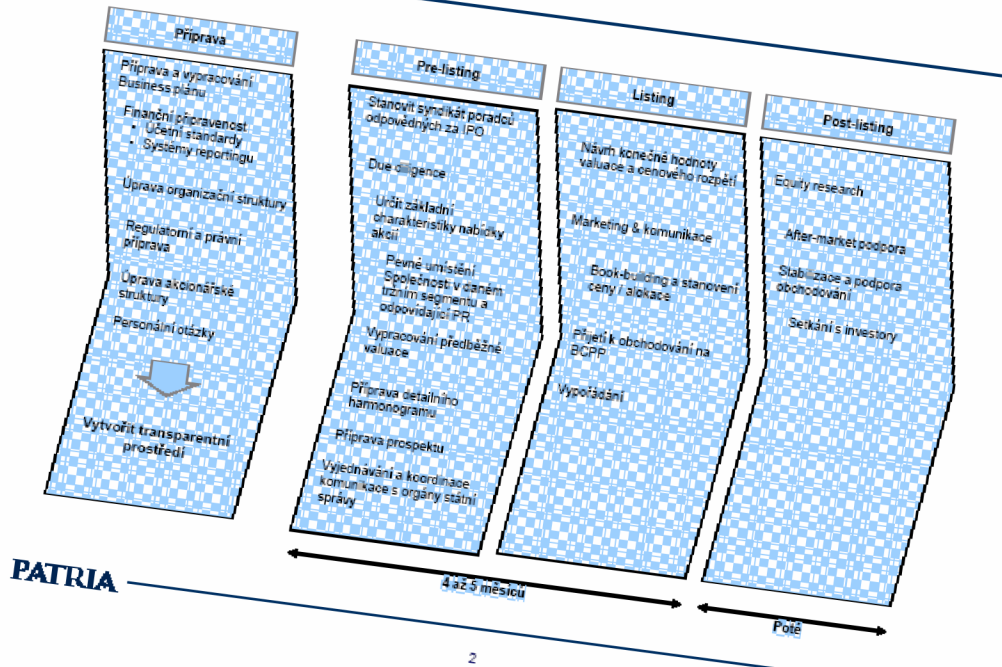
1. Indikativní harmonogram transakce IPO
2. Hlavní fáze procesu
3. Marketing IPO procesu
4. Finální fáze emise
5. Bookbuilding
6. Alokace investorům a vypořádání
7. Požadavky BCPP pro kotaci
8. Stabilizace a podpora obchodování
9. Výnosnost akcií amerických emisí IPO za období 1970-2008
10. Výnosnost akcií amerických emisí IPO za období 1970-1979
11. Výnosnost akcií amerických emisí IPO za období 1980-1989
12. Výnosnost akcií amerických emisí IPO za období 1990-1999
13. Výnosnost akcií amerických emisí IPO za období 2000-2008
14. Tisková zpráva o výsledcích úpisu NWR

INDIKATIVNÍ HARMONOGRAM TRANSAKCE

• Obvykle trvá proces emise od rozhodnutí o transakci do začátku obchodování 4-5 měsíců



HLAVNÍ FÁZE PROCESU



MARKETING IPO PROCESU

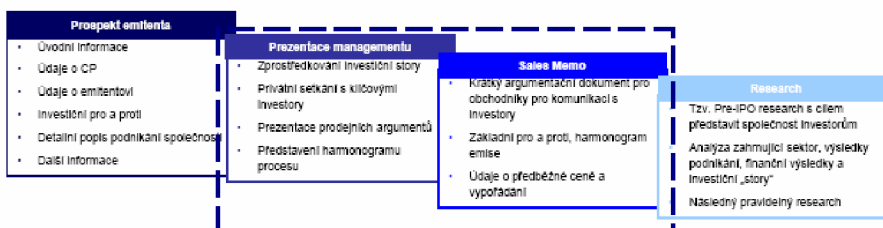
Komu prezentovat investiční „story“?

- ✓ Analytikům makléřských společností (bankám) – předpokládaným členům syndikátu
- ✓ Domácím retailovým investorům
- ✓ Domácím institucionálním investorům
- ✓ Zahraničním institucionálním EMEA investorům

- I. Příprava
- II. Pre-Listing
- III. Listing
- IV. Post-Listing

ROAD SHOWS

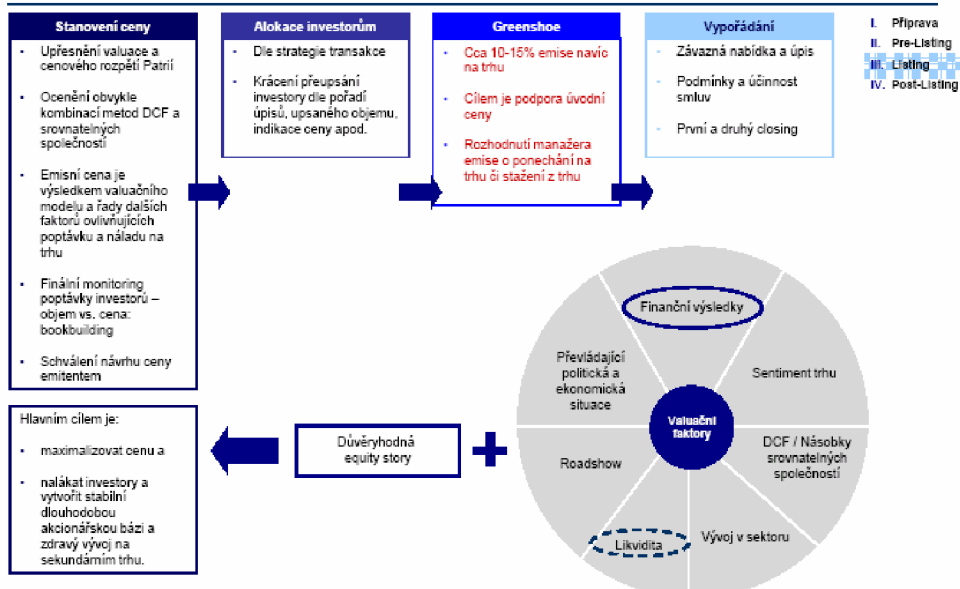
- ✓ Prospekt sám o sobě nestačí, road shows jsou klíčovým nástrojem prodeje a faktorem ovlivňujícím úspěšnost emise
- ✓ Jde o sérii setkání s potenciálními institucionálními investory, brokery a finančními analytiky s cílem prezentovat jim společnost, její obchodní záměry a odpovědět na jejich dotazy
- ✓ Organizuje manažer emise (někdy ve spojení s PR agenturou)
- ✓ Setkání se účastní také členové z vrcholového managementu, kteří musí být připraveni odpovídat na dotazy
- ✓ Trvá většinou 1-2 týdny, koná se na všech vybraných trzích
- ✓ V tomto období přijímá vedoucí manažer nebo jiní členové syndikátu emise nabídky budoucích upisovatelů



PATRIA

4

FINÁLNÍ FÁZE EMISE



BOOK BUILDING

+ Příklad bookbuildingu

- I. Příprava
- II. Pre-Listing
- III. Listing
- IV. Post-Listing

Entry date	Last date	Client & Quality	Syndicate	Sales person	Currency	Demand by currency	Absolute price limit	Comments	Calculated demand	Euro equivalent
16/03/00	16/03/00	Client X +++	KBC Securities	person A	EURO	6.000.000	206	will buy in after-market	26.941	6.000.000
16/03/00	16/03/00	Client Y +++	KBC Securities	person A	USD	3.000.000	210	will attend road-show	14.928	2.810.000
18/03/00	18/03/00	Client Z +	KBC Securities	person B	EURO	1.000.000	186	may lower order	5.128	1.000.000
16/03/00	16/03/00	company K +++	Co-lead manager	person C	EURO	4.000.000	200	no	20.618	4.000.000
19/03/00	19/03/00	company L ++	Co-lead manager	person D	EURO	2.600.000	206	may raise order	12.820	2.600.000
16/03/00	17/03/00	company M +	Co-manager	person E	EURO	2.000.000	186	no	10.268	2.000.000



Rychlý sled procesů book-buildingu umožňuje book-runnerům:

- Poskytovat aktuální a detailní informace na denní bázi
- Analyzovat kvalitu a cenu investice
- Přiměřeně ocenit emisi a tím zajistit stabilní a zdravý after-market

PATRIA

6

ALOKACE INVESTORŮM A VYPOŘÁDÁNÍ

+ Závazná nabídka a skutečný úpis

- ✓ Následuje po stanovení a zveřejnění upisovací ceny, celkového objemu emise a jejich oznámení KCP
- ✓ Prospekt musí být publikován před upsáním (oznámení veřejné nabídky – zahájení bookbuildingu)

+ Green Shoe opce

- ✓ Právo (nikoli povinnost) manažera emise koupit od emitenta dodatečné akcie (např. do výše 15% zamýšlené emise) za upisovací cenu a prodat je na trhu.
- ✓ Manažer emise prodá množství akcií ve výši green shoe opce na primárním trhu, aby mohl vyrovnat převis nabídky v situaci, kdy cena akcie klesne po emisní cenu. V případě, že cena akcie na sekundárním trhu převyšuje emisní cenu, manažer emise využije opci (typicky možné využít po dobu 1 měsíce).

+ Potvrzení objednávek a první vypořádání (closing)

- ✓ Investoři musí poukázat ekvivalent objednaných akcií na vázaný účet. Po rozhodnutí o alokaci dojde z tohoto účtu k vypořádání.
- ✓ Úspěšný úpis oznámen burze, zároveň žádost o přijetí k obchodování

+ O žádosti o přijetí rozhoduje koteční výbor BCPP

- ✓ Koteční výbor musí rozhodnout nejpozději během 60 dnů od podání žádosti o přijetí k obchodování

+ Druhé vypořádání

- ✓ Emitent vydává upisovatelům příslušný objem akcií proti úhradě emisní ceny (po srážce provize manažera emise a nákladů)

- I. Příprava
- II. Pre-Listing
- III. Listing
- IV. Post-Listing

PATRIA

7

POŽADAVKY BCPP PRO KOTACI

• Zákon stanovuje požadavky na akcie nutné pro jejich přijetí k obchodování:

- ✓ Aby mohl být cenný papír kotován na hlavním trhu BCPP, musí být objem jeho emise uvolněný pro veřejnou nabídku nejméně 200 mil. Kč.
- ✓ Mezi veřejnost je rozptýleno alespoň 25 % jmenovité hodnoty všech kusů akcií, které mají být přijaty k obchodování na veřejném trhu
- ✓ Emitent akcií zveřejnil své finanční závěrky za tři roky předcházejících roku, ve kterém bylo zažádáno o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejných trzích
- ✓ Není vyloučena ani omezena převoditelnost akcií
- ✓ Je plně splacen emisní kurz akcií
- ✓ Byl úspěšně ukončen případný úpis nebo případné obdobné objednávání na základě veřejné nabídky
- ✓ Žádost o přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu se vztahuje na všechny kusy stejného druhu akcií
- ✓ Emise byla vydána v jedné podobě a všechny její kusy mají jen jednu jmenovitou hodnotu a přidělen stejný ISIN

- I. Příprava
- II. Pre-Listing
- III. Listing
- IV. Post-Listing

• K žádosti se přikládá

- ✓ Doklad o přidělení ISIN
- ✓ Ověřený prospekt schválený ČNB s uvedením data, způsobu a místa jeho uveřejnění
- ✓ Konsolidované řádné účetní závěrky včetně příloh k řádné účetní závěrce a auditorských zpráv za poslední tři roky před podáním žádosti nebo existuje-li emitent méně než tři roky, za tuto kratší dobu
- ✓ Jde-li o listinné cenné papíry, čtyři vzory listinného cenného papíru a popis jeho technického provedení nebo potvrzení národního nebo mezinárodního deponitáře o zaevidování emise
- ✓ Výpis z obchodního rejstříku ne starší než 3 měsíce před podáním žádosti
- ✓ Společenskou smlouvu nebo stanovы emitenta

PATRIA

8

STABILIZACE A PODPORA OBCHODOVÁNÍ

Scénář 1: cena akcie roste



Stabilizační mechanismus

- Vedoucí manažer emise alokuje v případě přeupsání větší množství akcií (typicky mezi 5 a 15% emise) a tím je v krátké pozici
 - Pozice je krytá opcí a smlouvou o vypůjčení s některým ze stávajících akcionářů

Pokud cena akcie roste

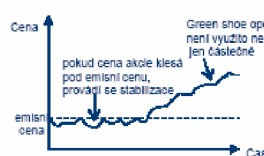
- Vedoucí manažer emise neredukuje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na sekundárním trhu

V případě silné poptávky

- Green shoe opce bude plně využita

Free float po 30ti dnech → 115%

Scénář 2: Cena akcie klesá



Stabilizační mechanismus

- Vedoucí manažer emise alokuje v případě přeupsání větší množství akcií (typicky mezi 5 a 15% emise) a tím je v krátké pozici
 - Pozice je krytá opcí a smlouvou o vypůjčení s některým ze stávajících akcionářů

Pokud cena akcie klesá

- Vedoucí manažer emise pokryje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na sekundárním trhu
 - s cílem podpořit cenu emise

V případě omezené poptávky

- Green shoe opce bude pouze částečně nebo nebude využita

Free float po 30ti dnech → Mezi 100% a 150%



Cíle

- Zajistit, že cena emise významně neklesne pod emisní cenu
- Garantovat likviditu a stabilitu v počáteční fázi

PATRIA

9

Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970-2008

Updated on April 8, 2010

Prof. Jay R. Ritter, University of Florida

These tables show that IPOs have underperformed other firms of the same size (market cap) by an average of 3.5% per year during the five years after issuing, not including the first-day return. The underperformance relative to other firms of the same size and book-to-market ratio has averaged 2.3% per year. Returns are through Dec. 31, 2009, updated by Xiaodong Liu.

Table 1
Percentage returns on IPOs from 1970-2008 during the first five years after issuing

	First six months	Second six months	First Year	Second year	Third year	Fourth year	Fifth Year	Geometric Mean years 1-5
IPO firms	5.9%	0.3%	6.6%	5.1%	9.8%	17.6%	12.1%	10.2%
Size-matched	5.2%	5.6%	11.4%	13.3%	13.8%	16.3%	13.6%	13.7%
Difference	0.7%	-5.3%	-4.8%	-8.3%	-4.0%	1.3%	-1.5%	-3.5%
No of IPOs	8,252	8,225	8,252	8,364	7,591	6,687	5,815	
IPO firms	6.2%	0.6%	7.2%	7.0%	10.5%	17.1%	10.3%	10.4%
Size & BM- Matched	3.9%	4.7%	8.9%	12.6%	10.9%	17.9%	13.0%	12.6%
Difference	2.3%	-4.1%	-1.8%	-5.6%	-0.4%	-0.8%	-2.6%	-2.3%
No. of IPOs	7,986	7,946	7,988	7,895	7,105	6,190	5,365	

The returns are measured from the closing market price on the first day of issue until the sixth-month or one-year anniversary. All returns are equally weighted average returns for all IPOs that are traded on Nasdaq, the Amex, or the NYSE at the start of a period. Each year, the portfolios are rebalanced to equal weights. If an issuing firm is delisted within a year, its return for that year is calculated by compounding the CRSP value-weighted market index for the rest of the year. For the size-matched returns, each IPO is matched with the nonissuing firm having the same or next higher market capitalization (using the closing market price on the first day of trading for the IPO, and the market capitalization at the end of the previous month for the matching firms). For the size & BM-matched returns, each IPO with a book-to-market ratio higher than zero is matched with a nonissuing firm in the same size decile (using NYSE firms only for determining the decile breakpoints) having the closest book-to-market ratio. Each IPO with a zero or smaller book-to-market ratio is matched with a nonissuing firm of a book-to-market ratio of zero or smaller having the closest market capitalization. For the IPOs, book-to-market ratios are calculated using the first recorded post-issue book value and the post-issue market cap calculated using the closing market price on the first CRSP-listed day of trading. For nonissuing firms, the Compustat-listed book value of equity for the most recent fiscal year ending at least four months prior to the IPO date is used, along with the market cap at the close of trading at month-end prior to the month of the IPO with which it is matched. Nonissuing firms are those that have been listed on the Amex-Nasdaq-NYSE for at least five years, without issuing equity for cash during that time. If a nonissuer subsequently issues equity, it is still used as the matching firm. If a nonissuer gets delisted prior to the delisting (or the fifth anniversary), the second-closest matching firm on the original IPO date is substituted, on a point-forward basis. For firms with multiple classes of stock outstanding, market cap is calculated based using the offer price and the total number of shares outstanding across all classes of stock as reported in Compustat. Firms with multiple classes of stock are excluded as potential matching candidates. The sample size is 8,625 IPOs from 1970-2008, excluding IPOs with an offer price of less than \$5.00, ADRs, REITs, acquisition funds, closed-end funds, and unit offers. For the 1980s and later, IPOs that are not listed on CRSP within six months of the IPO are excluded. Returns are measured through December 31, 2009. For partial event-years that end on this date, the last partial year is deleted from the computations. For example, for an IPO on March 15, 2008, its first-year return is included, but not the second-year return.

Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970-2008

Updated on April 8, 2010

Prof. Jay R. Ritter, University of Florida

These tables show that IPOs have underperformed other firms of the same size (market cap) by an average of 3.5% per year during the five years after issuing, not including the first-day return. The underperformance relative to other firms of the same size and book-to-market ratio has averaged 2.3% per year. Returns are through Dec. 31, 2009, updated by Xiaodong Liu.

Table 1
Percentage returns on IPOs from 1970-2008 during the first five years after issuing

	First six months	Second six months	First Year	Second year	Third year	Fourth year	Fifth Year	Geometric Mean years 1-5
IPO firms	5.9%	0.3%	6.6%	5.1%	9.8%	17.6%	12.1%	10.2%
Size-matched	5.2%	5.6%	11.4%	13.3%	13.8%	16.3%	13.6%	13.7%
Difference	0.7%	-5.3%	-4.8%	-8.3%	-4.0%	1.3%	-1.5%	-3.5%
No of IPOs	8,252	8,225	8,252	8,364	7,591	6,687	5,815	
IPO firms	6.2%	0.6%	7.2%	7.0%	10.5%	17.1%	10.3%	10.4%
Size & BM- Matched	3.9%	4.7%	8.9%	12.6%	10.9%	17.9%	13.0%	12.6%
Difference	2.3%	-4.1%	-1.8%	-5.6%	-0.4%	-0.8%	-2.6%	-2.3%
No. of IPOs	7,986	7,946	7,988	7,895	7,105	6,190	5,365	

The returns are measured from the closing market price on the first day of issue until the sixth-month or one-year anniversary. All returns are equally weighted average returns for all IPOs that are traded on Nasdaq, the Amex, or the NYSE at the start of a period. Each year, the portfolios are rebalanced to equal weights. If an issuing firm is delisted within a year, its return for that year is calculated by compounding the CRSP value-weighted market index for the rest of the year. For the size-matched returns, each IPO is matched with the nonissuing firm having the same or next higher market capitalization (using the closing market price on the first day of trading for the IPO, and the market capitalization at the end of the previous month for the matching firms). For the size & BM-matched returns, each IPO with a book-to-market ratio higher than zero is matched with a nonissuing firm in the same size decile (using NYSE firms only for determining the decile breakpoints) having the closest book-to-market ratio. Each IPO with a zero or smaller book-to-market ratio is matched with a nonissuing firm of a book-to-market ratio of zero or smaller having the closest market capitalization. For the IPOs, book-to-market ratios are calculated using the first recorded post-issue book value and the post-issue market cap calculated using the closing market price on the first CRSP-listed day of trading. For nonissuing firms, the Compustat-listed book value of equity for the most recent fiscal year ending at least four months prior to the IPO date is used, along with the market cap at the close of trading at month-end prior to the month of the IPO with which it is matched. Nonissuing firms are those that have been listed on the Amex-Nasdaq-NYSE for at least five years, without issuing equity for cash during that time. If a nonissuer subsequently issues equity, it is still used as the matching firm. If a nonissuer gets delisted prior to the delisting (or the fifth anniversary), the second-closest matching firm on the original IPO date is substituted, on a point-forward basis. For firms with multiple classes of stock outstanding, market cap is calculated based using the offer price and the total number of shares outstanding across all classes of stock as reported in Compustat. Firms with multiple classes of stock are excluded as potential matching candidates. The sample size is 8,625 IPOs from 1970-2008, excluding IPOs with an offer price of less than \$5.00, ADRs, REITs, acquisition funds, closed-end funds, and unit offers. For the 1980s and later, IPOs that are not listed on CRSP within six months of the IPO are excluded. Returns are measured through December 31, 2009. For partial event-years that end on this date, the last partial year is deleted from the computations. For example, for an IPO on March 15, 2008, its first-year return is included, but not the second-year return.

Table 4
Percentage returns on IPOs from 1990-1999 during the first five years after issuing

	First six months	Second six months	First year	Second year	Third Year	Fourth year	Fifth year	Geometric mean years 1-5
IPO firms	12.6%	3.8%	14.9%	8.1%	9.3%	25.5%	13.5%	14.1%
Size-matched	6.5%	8.6%	15.7%	18.2%	16.0%	20.0%	15.8%	17.1%
Difference	6.1%	-4.8%	-0.8%	-10.1%	-6.7%	5.5%	-2.3%	-3.0%
No. of IPOs	4,187	4,181	4,187	4,114	3,730	3,282	2,840	
IPO firms	12.5%	3.5%	14.6%	8.3%	9.2%	25.3%	13.3%	14.0%
Size & BM- matched	7.2%	7.6%	15.2%	15.8%	12.1%	24.6%	14.0%	16.3%
Difference	5.3%	-4.1%	-0.6%	-7.5%	-2.9%	0.7%	-0.7%	-2.3%
No. of IPOs	4,148	4,137	4,148	4,068	3,681	3,224	2,790	

Table 5
Percentage returns on IPOs from 2000-2008 during the first five years after issuing

	First six months	Second six months	First year	Second year	Third year	Fourth year	Fifth year	Geometric mean years 1-5
IPO firms	-8.8%	-8.4%	-11.4%	-3.5%	13.8%	23.5%	0.0%	3.7%
Size-matched	5.0%	2.2%	8.5%	2.7%	5.4%	12.8%	0.3%	5.8%
Difference	-13.8%	-10.6%	-19.9%	-6.2%	8.4%	10.7%	-0.3%	-2.1%
No. of IPOs	1,294	1,285	1,294	1,244	988	734	534	
IPO firms	-8.9%	-8.4%	-11.4%	-3.4%	13.2%	23.4%	-0.1%	3.6%
Size & BM- matched	-0.1%	0.3%	1.3%	2.3%	7.8%	19.4%	7.8%	7.5%
Difference	-8.8%	-8.7%	-12.7%	-5.7%	5.4%	4.0%	-7.9%	-3.9%
No. of IPOs	1,291	1,283	1,291	1,241	981	725	532	

Returns are through December 31, 2009. Thus, the fifth year returns are only for those IPOs from 2000 to 2004, and the fourth year returns are only for those IPOs from 2000 to 2005. Note that the fifth year returns are available only for those IPOs that survived for at least four years.

NEJÍ URČENO K PUBLIKACI, DISTRIBUCI NEBO ZASLÁNÍ, AŽ PŘÍMO ČI NEPŘÍMO,
NA ÚZEMÍ JIŽNÍ AFRIKY, AUSTRÁLIE, KANADY, JAPONSKA NEBO USA.

TISKOVÁ ZPRÁVA

IPO společnosti New World Resources: Nabídková cena stanovena na horní hranici cenového rozpětí

AMSTERDAM (6. května 2008) - Společnost New World Resources N.V. (dále jen „New World Resources“, „NWR“ nebo „Společnost“) stanovila cenu svých stávajících a nově vydávaných akcií druhu A („Nabídkovou cenu“) ve výši 13,25 GBP za akcii druhu A, tedy na horní hranici indikativního Cenového rozpětí, jež bylo stanoveno mezi 10,75-13,25 GBP za akcii druhu A. Také velikost Nabídky, nepočítaje akcie, které jsou předmětem Opce navýšení, je na maximální výši Nabídky.

- V rámci Základní nabídky bylo prodáno celkem 83 013 344 akcií druhu A, z toho 13 500 000 nově vydávaných akcií, což představuje 31,5 % zapsaného akciového kapitálu společnosti NWR. Základní nabídka nezahrnuje akcie, které jsou předmětem Opce navýšení, jejichž počet může dosáhnout dalších 12 452 001 existujících akcií, což odpovídá 15 % všech akcií druhu A prodaných v rámci Základní nabídky.
- Nabídková cena převedená do českých korun (výhradně pro potřeby provádění plateb drobnými investory v rámci nabídky v České republice) činí 425,83 Kč, což vychází z oficiálního směnného kurzu stanoveného Českou národní bankou dne 5. května 2008 na úrovni 32,138 Kč za 1 britskou libru. Nabídková cena převedená do polských zlotých (výhradně pro potřeby provádění plateb investory v rámci nabídky v Polsku) činí 58,07 PLN, což odpovídá oficiálnímu směnnému kurzu 4,3830 PLN za britskou libru, určenému bankovní radou Národní banky Polska dne 5. května 2008.
- Při stanovené Nabídkové ceně má celá Nabídka (s výjimkou akcií, které jsou předmětem Opce navýšení) hodnotu 1,1 miliard GBP (přibližně 1,4 miliard EUR), což z ní činí dosud největší IPO od počátku roku 2008 v Londýně, jedno z největších vůbec v Polsku, a také historicky největší IPO v České republice.
- Tržní kapitalizace společnosti NWR dosahuje při stanovené Nabídkové ceně 3,5 miliard GBP (přibližně 4,4 miliard EUR).
- Celková poptávka po akciích dosáhla hodnoty přibližně 9,2 miliard GBP, přičemž na horní hranici indikativního Cenového rozpětí byla Nabídka přeupsána přibližně 7,3krát.
- Ze všech regionů, v nichž byly akcie nabídnuty, byla zaznamenána silná a velmi kvalitní poptávka ze strany institucionálních investorů.
- Nabídka byla velmi dobře přijata investory v České republice a v Polsku a přibližně 10 % Nabídky bylo alokováno investorům v těchto zemích.
- Všechny platné objednávky na akcie učiněné zaměstnanci v rámci Zaměstnanecké nabídky byly uspokojeny.
- NWR má v úmyslu použít čistý výnos emise především k financování kapitálového investičního programu a dalších rozvojových příležitostí, které zahrnují průzkum ložisek, společné podniky nebo strategické akvizice nových i zakonzervovaných dolů.
- Podmíněné obchodování s akciemi druhu A bude zahájeno na Londýnské burze dnes v 8.00 BLČ pod symbolem „NWR“ a na hlavním trhu Burzy cenných papírů Praha dnes v 9.15 SELČ. Zahájení nepodmíněného obchodování na Londýnské burze se očekává 9. května 2008 a na burzách

v Praze a ve Varšavě 12. května 2008.

Mike Salamon, předseda představenstva New World Resources, v komentáři k dnešnímu oznámení řekl:

„Úspěch IPO je jasným potvrzením naší obchodní strategie a našich jedinečných růstových příležitostí ve středoevropském černouhelném průmyslu. Kotace představuje odrazový můstek a kapitálovou základnu, jež nám umožní využít těchto příležitostí a pokračovat v úspěšné expanzi.“

Zdeněk Bakala, místopředseda představenstva New World Resources, řekl:

„Transformovali jsme NWR do těžební společnosti světové úrovně, která se nalézá v samém ohnisku průmyslového růstu ve střední Evropě. Síla poptávky, již jsme byli v procesu IPO svědky, odráží zájem investorů o oblasti, jimž se věnujeme – tedy rostoucí obchod s vysoce kvalitním uhlím a koksem. Víťame všechny naše nové akcionáře a cítíme závazek rozvíjet v příštích letech naše podnikání takovým způsobem, který maximalizuje jejich investice.“

Dostupnost prospektu:

Elektronická verze prospektu emitenta je k dispozici zejména na webových stránkách New World Resources (www.newworldresources.eu), pro investory v České republice dále na stránkách www.brokerjet.cz, www.csas.cz, www.csob.cz, www.patria.cz, www.patria-direct.cz a www.wood.cz a pro investory v Polsku na www.ca-ib.pl. Výtisky prospektu lze získat v sídlech společností New World Resources (Fred. Roeskestraat 123-3, 1078 EE, Amsterdam, Nizozemsko), Morgan Stanley & Co. International plc (25 Cabot Square Canary Wharf, London E14 4QA, Spojené království), Goldman Sachs International (Peterborough Court, 133 Fleet Street, London EC4A 2BB, Spojené království), JP Morgan Cazenove Limited (20 Moorgate, London EC2R 6DA, Spojené království) a v sídlech ostatních manažerů emise a českých agentů prodeje, a to zdarma.

Dotazy:

<i>New World Resources</i>	
Marek Jelínek	Tel: +31 20 570 2210
Agnes Blanco	Tel: +31 20 570 2270
Jennifer Martin	Tel: +31 20 570 2255
<i>Morgan Stanley</i>	Tel: +44 207 425 8000
Gergely Voros	
Katarina Kohlmayer	
Peter Bacchus	
Alastair Cochran	
<i>Goldman Sachs International</i>	Tel: +44 207 774 1000
Richard Cormack	
Klaus Umek	
Philip Lindop	
<i>JPMorgan Cazenove</i>	Tel: +44 20 7588 2828
Charles Harman	
Ian Hannam	
Adam Brett	
James Taylor	
<i>Citigate Dewe Rogerson</i>	Tel: +44 20 7638 9571
Andrew Hey	
Toby Moore	
Kate Delahunty	
Sandra Novakow	
<i>Cook Communications</i>	Tel: + 420 802 683 230
Joe Cook	
<i>Bison & Rose</i>	

POZNÁMKY PRO EDITORY

Základní informace o společnosti New World Resources

Společnost New World Resources je, prostřednictvím své doceřiné firmy OKD, přední středoevropskou černouhelnou těžební společností a největší společností tohoto druhu v České republice (měřeno výnosy a objemem produkce uhlí). Svou produkci dodává zákazníkům v České republice, na Slovensku, v Rakousku, Polsku, Maďarsku a Německu. Společnost provozuje pět funkčních dolů, jež se, spolu s ostatními navazujícími provozy, nacházejí v severovýchodní části České republiky u hranic s Polskem. NWR je jednou z největších průmyslových skupin v České republice co do výnosů a počtu zaměstnanců. K hlavním odběratelům OKD patří Arcelor Mittal Steel, US Steel, Voestalpine Stahl, Dalkia ČR, Moravia Steel a ČEZ.

Prostřednictvím své stoprocentně vlastněné doceřiné koksárenské společnosti OKK vlastní NWR dvě koksovary s pěti koksárenskými bateriemi situovanými v blízkosti dolů.

K 1. lednu 2008 měla Společnost podle metodiky JORC přibližně 419 milionů tun vytěžitelných zásob uhlí. Převážná většina zásob uhlí patřících Společnosti je klasifikována jako kvalitní koksovatelné uhlí. V roce 2007 prodala společnost přibližně 13,1 milionů tun uhlí, z něhož cca 7,8 milionu tvořilo koksovatelné uhlí, a vyrobila také přibližně 1,3 milionu tun koksu.

Konsolidované hospodářské výsledky za rok 2007, stanovené podle mezinárodních účetních standardů, ukazují silný nárůst tržeb a ziskovosti. Konsolidované výnosy vzrostly o 10,7 % na 1,367 miliardy EUR (2006: 1,235 miliardy EUR) a EBITDA se zvýšila přibližně o 24,2 % na 361 milion EUR (2006: 283 miliony EUR). EBITDA marže společnosti za rok 2007 dosáhla 26 % (2006: 23 %).

###

Některé z informací obsažených v tomto oznámení mohou obsahovat plány nebo sdělení týkající se budoucích událostí nebo budoucích finančních ukazatelů Společnosti. Sdělení týkající se budoucnosti je možno identifikovat podle přítomnosti výrazů jako „očekávat“, „věřit“, „předvídat“, „odhadovat“, „mít v úmyslu“, „bude“, „mohl by“, „možná“ nebo dalších podobných slov. Společnost by ráda upozornila na to, že tato sdělení jsou pouze prognózy a skutečné události nebo výsledky se od nich mohou zásadně lišit. Společnost nemá v úmyslu tato sdělení aktualizovat tak, aby odrážela události a okolnosti, nastalé po jejich publikování nebo proto, aby odrážela výskyt nepředvídaných událostí. Mnoho faktorů může mít vliv na fakt, že se skutečné události a okolnosti zásadně odlišují od toho, co bylo uvedeno v prognózách nebo sděleních týkajících se budoucnosti, které Společnost učinila a to včetně rizik vztahujících se konkrétně ke společnosti a jejímu fungování.

Toto oznámení ani jakákoli jeho kopie nesmí být přímo nebo nepřímo přenášena do nebo distribuována v USA, Jižní Africe, Austrálii, Kanadě nebo Japonsku. Tato zpráva není nabídkou ani netvoří součást nabídky nebo výzvy k prodeji, není snahou o získání jakékoli nabídky k nákupu a sama, žádná její část ani samotná skutečnost, že byla vydána, nevytváří základ ani nemůže být spojována s jakoukoli smlouvou, a proto Nabídka a šíření této zprávy a ostatních informací spojených s kotací a Nabídkou může být v některých zemích omezeno zákony a osoby, k nimž se tento dokument, nebo jiné zde zmiňované informace, dostanou by se s těmito omezeními měly seznámit a řídit se jimi. Nedodržení těchto omezení může být porušením zákonů o cenných papírech platných v některých z těchto zemí.

Kromě ČR a Polska, kde existuje nabídka pro drobné investory, je toto sdělení určeno pouze pro ty osoby ve členských státech Evropského Ekonomického Prostoru, které jsou kvalifikovanými investory podle Článku 2(1)(e) direktivy o Prospektech (Prospectus Directive) (2003/7/EC) ("Qualified Investors"). Tento dokument

je šířen a výhradně určen pro (i) osoby mimo Velkou Británii nebo (ii) profesionální investory spadající pod článek 19(5) zákona o Finančních službách a trzích (Financial Services and Markets Act 2000) - Nařízení (Order) 2005 (dále jen "Nařízení") nebo (iii) subjekty s vysokým čistým jméním a jiné osoby spadající pod článek 49(2)(a) až (d) Nařízení (všechny takové osoby jsou, spolu s kvalifikovanými investory, označovány souhrnně jako "oprávněné osoby"). Akcie třídy A a jakákoli výzva, nabídka nebo souhlas s úpisem, nákupem nebo jiným získáním těchto akcií bude realizována pouze s oprávněnými osobami. Jakákoli jiná než oprávněná osoba by neměla na základě tohoto sdělení a jeho obsahu jednat nebo na ně spoléhat.

Toto oznámení není nabídkou k prodeji jakýchkoli cenných papírů Společnosti ve Spojených státech. Na základě amerického Zákona o cenných papírech (United States Securities Act) z roku 1933, nemohou být v USA nabízeny nebo prodávány jakékoli cenné papíry, pokud nejsou registrovány nebo nejsou z registrační povinnosti vyřaty. Společnost neregistrovala a nemá v úmyslu registrovat jakoukoli součást této nabídky v USA nebo realizovat veřejnou nabídku jakýchkoli cenných papírů ve Spojených státech. Kopie tohoto oznámení nejsou a neměly by být šířeny nebo zasílány do Spojených států.

Toto oznámení nezahmuje prospekt a neobsahuje nabídku ani netvoří součást žádné nabídky nebo výzvy ani není snahou o získání jakékoli nabídky k úpisu cenných papírů a nemělo by na ně být spoléháno ve spojitosti s jakýmkoli smluvním závazkem. Byl připraven a vydán schválený prospekt, který je v souladu se Směrnicí o prospektu (Prospectus Directive), a je k dispozici za podmínek uvedených v části „Dostupnost prospektu“. Investoři by měli upisovat akcie typu A Společnosti, o nichž toto sdělení pojednává, pouze na základě informací obsažených v tomto schváleném prospektu a tak, jak je upřesněno v této tiskové zprávě.

Mimo jakékoli informace vztahující se k cenám, je tento dokument výhradně propagační povahy. Nelze, ať už za jakýmkoli účelem, spoléhat na informace obsažené v tomto oznámení nebo pocházející z ústní debaty o nich, neboť tyto informace nemusejí být úplně ani přesné.

Pokud se společnost realizuje svůj záměr uskutečnit kotaci v České republice tak, jak je uvedeno v tomto oznámení, bude jakákoli kotace prováděná na Burze cenných papírů Praha realizována v souladu s všemi příslušnými českými právními předpisy, a také v souladu s prospektem schváleným a uveřejněným v souladu s českými právními předpisy.

Pokud se společnost provede svůj záměr uskutečnit kotaci v Polsku tak, jak je uvedeno v tomto oznámení, bude jakákoli kotace prováděná na Varšavské burze cenných papírů realizována v souladu se všemi příslušnými polskými právními předpisy a také v souladu s prospektem schváleným a uveřejněným v souladu s polskými právními předpisy.

Morgan Stanley, Goldman Sachs International a JPMorgan Cazenove Limited jednájí ve spojitosti s nabídkou za Společnost a za nikoho jiného a za ochranu poskytnutou svým klientům ani za poskytování poradenství ve věci nabídky nejsou odpovědní nikomu jinému než Společnosti.

V souvislosti s nabídkou může společnost Goldman Sachs International („Stabilizační manažer“) nebo jakákoli osoba jednáající jménem Stabilizačního manažera uplatnit Opci navýšení na 12 452 001 akcií (15 % Nabídky) a transakce se záměrem podpořit tržní cenu Akcií typu A na vyšší úrovni, než může jinak převládat. Neexistuje nicméně žádná záruka, že Stabilizační manažer (nebo osoby jednáající jménem Stabilizačního manažera) podniknou stabilizační akce. Pokud dojde k jakékoli stabilizační akci, může být tato kdykoli ukončena, nejspozději však musí být ukončena 4. června 2008 do 17 h BLČ.