

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

**Financování investičního záměru firmy ECM a.s.,  
s využitím emise cenných papírů**

Václav Havlík

© 2008/2009, ČZU v Praze

!!!

Místo této strany vložíte zadání diplomové práce.

(Do jedné vazby originál a do druhé kopii)

!!!

## Čestné prohlášení

Čestně prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci na téma "Financování investičního záměru firmy ECM a.s., s využitím emise cenných papírů" vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

## Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval paní Ing. Janě Žehrové, za odborné konzultace a cenné rady, jimiž mě provázela při zpracování této diplomové práce.

# Financování investičního záměru ECM a.s., s využitím emise cenných papírů

---

## The Financing of ECM`s investment proposal, via equity capital increase

### Souhrn

Využití veřejné emise cenných papírů k financování investičních záměrů podniku je v České republice využíváno velmi omezeně. IPO v ČR během posledních let lze počítat v jednotkách. Přitom před vypuknutím současné finanční krize plánovalo vstup na burzu hned několik společností (např. ICZ), které se vzhledem k vývoji ekonomiky rozhodly s IPO počkat na příhodnější dobu. Společnost ECM se zabývá developmentem a investicemi do nemovitostí. Na Burzu Cenných papírů Praha vstoupila emisí akcií na konci roku 2006. Smyslem emise bylo využít výnos k financování největšího projektu společnosti s názvem CITY. Emise ECM byla přirovnávána k IPO společnosti Orco. Zhodnocení situace na trhu v době primární emise cenných papírů společnosti ECM připouští možnost financování daného projektu s využitím jak emise akcií, tak emise dluhopisů. Předpokladem je však zachování tempa hospodářského růstu. Finanční situace ECM v roce 2005 a 2006 také umožňuje využití emise obou cenných papírů. Emise obligací, při simulaci jejího využití, přináší riziko spojené s vysokou mírou zadlužení, což bylo v případě rozvíjející se finanční krize ještě umocněno. Financování investičního záměru CITY pomocí obligací by vedlo ke krachu společnosti ECM. Z uvedeného plyne, že společnost ECM REI A.G. je schopna dokončit investiční záměr CITY pouze s využitím zvýšení vlastního kapitálu emisí kmenových akcií.

### Summary

Using a public issue of securities to finance investment proposals in companies in the Czech republic are used on very limited basis. IPO in Czech republic can be during the last years measured by small numbers. However, before the current financial crisis IPO planned

several companies (for example ICZ) which due to the development of the economy decided to wait for the IPO to better time. The company ECM deals with development and investment in Real Estate market. ECM came to the Prague Stock Exchange with issues of shares at the end of 2006. The purpose was to use the issue proceeds to finance the company's largest project called CITY. Emissions ECM were compared to the IPO of Orco company. Assessment of the situation on the market at the time of IPO securities of ECM allows for the possibility of financing the project using both the issue of shares and issue bonds. Assumption is maintaining the momentum of economic growth. The financial situation of the ECM in 2005 and 2006 also allows the use of emissions of both securities. Other things, the simulation uses, carries the risk associated with high levels of debt, which was the case in developing the financial crisis exacerbated. Financing investment projects the CITY bonds using would lead to the collapse of ECM. From this follows that the ECM REI A.G: is able to complete its investment goal CITY only using increasing equity issue of ordinary shares.

#### Klíčová slova

Investiční záměr, primární emise akcií, akcie, dluhopis, finanční analýza, náklady, poměrový ukazatel, kapitálová struktura, rozvaha, finanční zdraví

#### Key words

Investment proposal, initial public offering, stock, bond, financial analysis, costs, ratio index, capital structure, financial balance sheet, financial health

## Obsah

Úvod.....	9
Cíl práce a metodika .....	10
Použité metody: .....	10
Literární řešerše.....	11
Zdroje financování .....	11
Vlastní zdroje financování .....	13
Odpisy .....	13
Zisk.....	13
Rezervní fondy.....	14
Ostatní kapitálové fondy.....	14
Cizí zdroje financování.....	15
Krátkodobé zdroje financování .....	15
Dlouhodobé zdroje financování .....	19
Dluhopisy.....	21
Akcie .....	24
Emise cenných papírů .....	27
Charakteristika investora a investičního záměru.....	35
Charakteristika investora.....	35
Vlastnická struktura.....	37
Investiční záměr CITY.....	37
Analýza profinancování záměru emisí akcií.....	39
Analýza účetních výkazů ECM.....	39
Analýza poměrových ukazatelů .....	41
Kapitálová struktura .....	45
Náklady na cizí kapitál ECM .....	46
Náklady vlastního kapitálu ECM.....	47
Ukazatel přidané hodnoty společnosti EVA.....	50
Financování pomocí emise obligací .....	52
Analýza poměrových ukazatelů .....	53
Náklady na cizí kapitál ECM .....	54
Náklady vlastního kapitálu ECM.....	56
Ukazatel přidané hodnoty společnosti EVA.....	57
Zhodnocení variant financování a návrh vlastního řešení.....	59

Porovnání výsledků finanční analýzy.....	59
Proces emise CP .....	61
Poplatky spojené s emisí .....	61
Mediální přínos emise .....	63
Načasování emise.....	63
Kapitálová struktura .....	63
Závěr .....	65
Seznam literatury.....	67
Zákony.....	67
Seznam tabulek a grafů .....	69
Seznam symbolů a zkratk .....	70
Seznam příloh .....	71



## Úvod

S rozvojem tržní ekonomiky dochází k expanzi kapitálových trhů. Česká republika v tomto ohledu není výjimkou. Ovšem ve srovnání s vyspělými státy, především USA, kde podniky využívají tradičně kapitálových trhů k zisku finančních prostředků, je stále v ČR upřednostňován bankovní sektor. Tento přístup v České republice byl podpořen negativními zkušenostmi většiny obyvatel v průběhu kupónové privatizace. Většímu rozšíření do nedávné doby bránila také legislativa, která úspěšně prošla změnami v roce 2001. Díky nim se značně zkrátily lhůty při využívání cenných papírů jako zdroje financování. Vzhledem ke stále se zvětšujícímu odstupu od privatizace a změnám legislativy se začíná zvyšovat využívání kapitálových trhů, jako zdroje podnikového finančního kapitálu.

Společnost má při financování svých investičních záměrů možnost si vybrat z mnoha instrumentů. Je čistě na vedení společnosti pečlivě zvážit situaci, ve které se podnik nachází a rozhodnout o nejvhodnějším způsobu financování. Každý způsob financování investičního záměru musíme hodnotit vzhledem k požadavkům a možnostem společnosti. Dále pak také podle vlivu na hospodaření společnosti a situaci v ekonomice.

Financování investičního záměru pomocí veřejných cenných papírů nelze provést v každé společnosti. Tento způsob financování je velmi nákladný a administrativně náročný. Pro kapitálové trhy je důležité také vhodné načasování celé operace. Z těchto důvodů se emise cenných papírů používá především u velkých a zavedených podniků s investičními záměry v řádech desítek milionů korun a více.

V současnosti, kdy celosvětovou ekonomiku zasáhla krize, došlo k rapidnímu úbytku zájmu společností o získávání finančních prostředků na kapitálových trzích. Důvodem je pak nejistota úspěšnosti tohoto procesu díky zhoršení finanční situace podniků nebo neochota investorů. I přes současný negativní sentiment na kapitálových trzích by měla být hlavním kritériem při rozhodování společnosti o emisi cenných papírů její ekonomická situace bez ohledu na to, zda se jedná o obligace nebo akcie.

Rozhodnutí vedení společností o využití obligací nebo akcií je záležitostí přístupu k riziku. To se z velké části odvíjí od hospodářských výsledků společnosti. Nelze určit obecně vhodný poměr kapitálové struktury. Ten musí reflektovat především odvětvová specifika a situaci ve společnosti tak, aby vlastníkům podniku spolu s investory přinášel očekávaný výnos při daném riziku.

Ve své práci se zaměřím na zhodnocení možností financování investičního záměru, především pak způsobu s využití emise cenných papírů. Součástí práce bude shrnutí odlišností emise dluhových cenných papírů oproti emisi akcií. Dalším krokem je profinancování konkrétního investičního záměru společnosti ECM Real Estate Investment A.G. pomocí obou uvedených způsobů financování s návrhem vlastního řešení, které bude vycházet z provedené finanční analýzy a zhodnocení dalších s emisí spojených kritérií.

## **Cíl práce a metodika**

Cílem práce je rozhodnout, který způsob financování investičního záměru je pro společnost ECM REI A.G. vhodnější. Rozhodnutí bude provedeno po vypracování finanční analýzy pomocí poměrových ukazatelů, výpočtu EVA a Altmanova indexu finančního zdraví. Dále budou zváženy i ostatní kriteria, která jsou spojena s využitím emise akcií a obligací. Emise obligací bude provedena fiktivně úpravou účetních výkazů. Po posouzení vlivu jednotlivých variant na finanční zdraví společnosti a nákladů spojených s emisí daných cenných papírů, bude rozhodnuto o nejvhodnějším způsobu financování.

### Použité metody:

- I) Analýza podkladových dat, časové řady
- II) Syntéza zjištěných výsledků
- III) Finanční analýza  
Poměrové ukazatele  
Ohodnocení rizika  
Indexy finančního zdraví
- IV) Rozhovory s experty, odborné konzultace:  
Kunčický Tomáš Petr, Corporate finance, Cyrrus  
Mgr. Bánovský Petr, senior makléř, Cyrrus
- V) Komparace a dílčí závěry. Porovnání výsledků potencionální emise obligací s výsledky uskutečněné emise akcií. (vlastní výpočty).

## Literární řešerše

### Zdroje financování

Pro uskutečnění investičního záměru je třeba nalézt potřebné finanční zdroje. Tyto zdroje mohou být podle Fotra[4] získány dvojitým způsobem, a to buď vlastní vnitřní činností, nebo lze zdroje získat z externích zdrojů. Podle tohoto hlediska dělíme zdroje na **interní** a **externí**.<sup>1</sup>

**Interní zdroje** můžeme použít pouze u již existujícího podniků. Jedná se o finanční prostředky získané činností podniku. Jako finanční zdroj může podnik použít např. odpisy či zdaněný zisk.[4]

**Externí zdroje** podnik získává od jiných subjektů. Nejsou výsledkem vnitřní činnosti podniku. Nově založený podnik může získat pouze externí zdroje financí. Za externí zdroje jsou považovány např. Původní vklady vlastníků, dodavatelské úvěry, subvence, dotace, dary, atd.[4]

Další možné dělení zdrojů přináší Wawrosz.[14] Ten rozděluje zdroje z hlediska vlastnictví na **vlastní zdroje** (resp. vlastní kapitál) a **cizí zdroje** (resp. cizí kapitál).

Za **Vlastní zdroje** podniku se považují všechny zdroje, které jsou ve vlastnictví podniku a jsou součástí vlastního jmění podniku.

Jedná se např. o počáteční vklady vlastníků, odpisy, nerozdělený zisk použitý k investování do rozvoje, atd.[14]

**Cizí zdroje** jsou takové zdroje, které podniku nepatří. Pouze je dočasně užívá a v budoucnu bude muset tyto zdroje vrátit původním majitelům.[14]

Fotr[4] dále dělí kapitál podle času resp. doby splatnosti tohoto kapitálu na krátkodobý a dlouhodobý. **Krátkodobý kapitál** má dobu splatnosti, za kterou podnik musí tyto zdroje vrátit, kratší než jeden rok a je představován krátkodobým cizím kapitálem. **Dlouhodobý kapitál** je tvořen vlastním kapitálem a dlouhodobým cizím kapitálem, který má splatnost delší než jeden rok.

Při financování investičního záměru musí management firmy zvážit jaký druh kapitálu je vhodný. A to především z pohledu kapitálové struktury ve společnosti a z pohledu

---

<sup>1</sup> Dělení a řazení kapitálových zdrojů existuje celá řada. Lze se tedy v literatuře setkat i s jiným než zde uvedeným dělením.

daného investičního záměru ve smyslu oboru, kterého se týká a výše potřebného kapitálu pro jeho uskutečnění. Poměry jednotlivých druhů kapitálu se využívají při hodnocení finanční situace ve společnosti a dále k vyhodnocování rizika. Kapitálová struktura také ovlivňuje dostupnost některých způsobů získávání investičního kapitálu. V případě, že podnik má možnost několika variant financování, je důležité tyto možnosti zhodnotit i z hlediska struktury vlastních a cizích zdrojů a to jak před uskutečněním investičního záměru, tak i po jeho realizaci. Správná struktura velmi výrazně ovlivňuje efektivnost investice a finanční stabilitu podniku. Při samofinancování tj. použití výhradně vlastního kapitálu k financování investičního záměru dochází k zvýšení bezpečnosti a finanční stability záměru, ale současně klesá jeho ekonomická efektivnost. Vlastní kapitál je zpravidla považován za dražší než cizí kapitál. Důvodem je tzv. daňový štít u cizího kapitálu. Ten je způsoben tím, že úroky spojené s cizím kapitálem jsou považovány za náklady, které snižují základ daně z příjmu a tím i samotnou daň. U vlastního kapitálu, který vytvoří zisk, se majitelům kapitálu tedy podniku tento zisk zdaní. Úroky z vlastního kapitálu nelze uplatnit jako náklad. Tyto dvě příčiny pak zlevňují cizí kapitál. Vyšší podíl cizího kapitálu zvyšuje ekonomickou efektivnost investičního záměru. Opačný vliv má ale cizí kapitál na finanční stabilitu investičního záměru. S vyšším užitím cizího kapitálu jsou spojeny vyšší úroky a splátky, které musí podnik hradit. Podnik se může tímto způsobem dostat (např. při nepříznivém vývoji na trhu) do pozice, kdy nebude schopen dostát svým závazkům. „Získávání investičního kapitálu může být také spojeno se zvyšováním společníků v podniku, což může komplikovat rozhodování podniku.“[14] „Při rozhodování o optimální struktuře zdrojů je proto nutné uvažovat všech vlivech vlastního a cizího kapitálu, které má na rozhodování, finanční stabilitu podniku i investičního záměru a ekonomickou efektivnost investičního záměru. Je třeba zvolit kompromis mezi ekonomickou efektivností a finanční stabilitou.“[4] Pokud chce společnost fungovat efektivně a dlouhodobě, je třeba volit vhodnou strukturu i s ohledem na budoucí investiční záměry a způsoby jejich financování.

# Vlastní zdroje financování

## Odpisy

Podle Wawrozse [14] „odpisy nepředstavují pro podnik nově vytvořené zdroje financování. Jsou peněžním vyjádřením opotřebovaného hmotného i nehmotného majetku v průběhu příslušného období, za které se zúčtovávají do nákladů“.

„Odpisy nejsou peněžním výdajem, ale jsou součástí provozních nákladů. Tedy nepředstavují odliv peněžních prostředků z firmy. Jsou relativně stabilním zdrojem financování, protože nejsou ovlivněny velkým množstvím proměnlivých faktorů jako zisk.“[12]

Dále odpisy vyjadřují přibližný stupeň opotřebení hmotného a nehmotného majetku podniku a velmi výraznou měrou působí na výši vykazovaného hospodářského výsledku.[12] Pro přesnější zachycení stavu investičního majetku pak slouží tzv. technické odpisy.[3]

Vliv odpisů se projevuje tím, že ovlivňují velikost daňového základu pro daň z příjmu, a tím snižují i tuto daň. [4] Podíl opisů na interních zdrojích se dle statistických dat pohybuje na úrovni 80%. Výhodou odpisů je, že jsou k dispozici i v případě, kdy podnik netvoří zisk a tržby pouze kryjí náklady.[12]

## Zisk

„Zisk je významný zdroj financování, který je získáván vlastní činností podniku“.[14]

Zisk je rozdíl mezi výnosy a náklady. Slouží také jako ukazatel efektivnosti podnikání. Jestliže podnik vykazuje zisk, můžeme usoudit, že se chová efektivně. [14] V praxi existuje několik pojetí zisku, a tak musíme rozlišovat pojmy jako hrubý zisk, čistý zisk, účetní zisk a daňový zisk atd. Na výši nerozděleného zisku mají vliv zejména následující faktory:[12]

- Zisk běžného roku
- Daň ze zisku
- Dividendy vyplacené akcionářům
- Tvorba rezervních fondů ze zisku

## Rezervní fondy

Rezervní fond je složkou vlastního kapitálu podniku. Jeho zdrojem je čistý disponibilní zisk. Rezervní fondy jsou vytvářeny za účelem krytí ztrát, které by mohly v podniku nastat. Rozlišujeme povinně a dobrovolně vytvářené rezervní fondy.[14]

**Zákonný rezervní fond:** „Obchodní zákoník ve svém paragrafu 67 říká, že vyžaduje-li tento zákon zřízení rezervního fondu, lze jej použít v rozsahu, v němž je vytvářen podle tohoto zákona povinně, pouze ke krytí ztrát společnosti nebo opatření, které mají překonat nepříznivý průběh hospodaření společnosti“.[14]

O jeho použití rozhoduje valná hromada společnosti, nebo jiný orgán určený stanovami společnosti, popřípadě obchodním zákoníkem. Výši takto vytvořeného rezervního fondu stanoví zákon v rozsahu nejméně 20 % ze zisku, maximálně však 10 % hodnoty základního kapitálu obchodní společnosti. Takto vytvořený rezervní fond se ročně doplňuje o částku určenou stanovami, nejméně však o 5 % z čistého zisku až do okamžiku, kdy dosáhne výše určené ve stanovách, minimálně však 20 % základního kapitálu. To neplatí, jestliže společnost již rezervní fond vytvořila příplatky nad emisní kurs akcií.[33] Zákon tyto fondy považuje za náklad.

**Dobrovolně vytvářené rezervní fondy:** vytváří se nad zákonem stanovenou povinnou výší. Tyto fondy vznikají ze zisku tak, že se část disponibilního zisku přidělí do rezervního fondu. Dobrovolně vytvářené rezervní fondy nejsou nákladem pro podnik. [14] Nesnižují daňový základ.

Rezervy zahrnované do nákladů se nemohou tvořit za účelem budoucích kapitálových výdajů na pořízení hmotného a nehmotného majetku. Taková rezervy jsou zákonem zakázané.[12]

## Ostatní kapitálové fondy

Jedná se o fondy, které nezvyšují hodnotu základního jmění. Jedná se například o změnu struktury aktiv na finanční zdroje, emisní ážio placené ve formě peněz atd.[14]

Financování prostřednictvím samofinancování přináší managementu výhody snížení finančního rizika, zároveň se nezvyšuje zadlužení firmy. Dále nenavyšuje počet akcionářů nebo věřitelů, jako tomu je u emise cenných papírů. Za výhodu lze považovat i možnost využití samofinancování u rizikových aktivit, pro které se externí zdroje získávají velice obtížně.

Neplatí však, že je samofinancování levnějším zdrojem financování oproti externím zdrojům s jejich úroky. Nepůsobí zde daňový štít. Pro podnik je samofinancování omezeným zdrojem financí a současně relativně nestabilním. Lze také říci, že samofinancování (při jeho většinovém užití) může brzdit rozvoj firmy a snižuje finanční efektivnost.[12]

## Cizí zdroje financování

### Krátkodobé zdroje financování

#### **Bankovní úvěry (krátkodobé)**

Krátkodobý bankovní úvěr je poskytován bankami podnikům na krytí jejich provozních potřeb (OM) na dobu do jednoho roku splatnosti, za stanovený úrok (u zemědělců sezonní bank. úvěr). Těchto úvěrů existuje několik typů.

**Kontokorentní úvěr** je dnes nejrozšířenějším krátkodobým úvěrem. Banka poskytuje klientovi možnost čerpat peníze ze svého účtu i v případě, že nedisponuje dostatečnými prostředky. Maximální výše debetu je určena předem dohodnutým úvěrovým rámcem. Výhodou kontokorentního úvěru je, že klient úvěr čerpá podle své momentální potřeby.[10]

**Směnečný eskontní úvěr** spočívá v odkoupení směnky bankou, kde úvěrový rámec je dán hodnotou směnky. Doba splatnosti úvěru je shodná s dobou splatnosti směnky. Eskontní sazba se odvíjí od bonity směnky resp. odběratele, dále dobou splatnosti atd. Směnečný úvěr je poskytován buď jednotlivě, nebo rámcově v případě, že banka odkupuje více směnek. Pro tento případ se uzavírá rámcová dohoda o eskontu směnek.[12]

**Ručitelský úvěr** není přímo určen k financování. Banka se v tomto případě stává ručitelem za provizi, která odpovídá vzniklému riziku.[12]

**Lombardní úvěr** je poskytován v případě, že je k zajištění užitá movitá zástava. Tato zástava bývá nejčastěji ve formě cenných papírů. Klient zastaví bance cenné papíry a banka mu proti této zástavě poskytne finanční prostředky. Výhoda pro klienta je, že nemusí při potřebě finančních prostředků prodávat cenné papíry a pro banku je výhodné, že má úvěr zajištěn cennými papíry v případě jeho nesplacení. Ovšem díky vysoké volatilitě na trhu CP banky tento typ úvěru poskytují jen zřídka.

„**Revolvingový úvěr** poskytuje banka tím, že po dohodnutou dobu vyčerpaný úvěr na žádost podniku doplňuje, požaduje však vyšší úrok a poplatek za neustálé doplňování úvěru“.

**Obchodní úvěr** je úvěr, který poskytuje dodavatel odběrateli tím, že odběratel dodavateli za dodání výrobků nebo služeb zaplatí až za určitou dobu, např. za 14, 30, 90 nebo více dní. To je dáno platebními podmínkami sjednanými mezi dodavatelem a odběratelem, a představuje dobu splatnosti faktur. Odběratel je v postavení dlužníka, dodavatel v postavení věřitele. **Výhodou** obchodního úvěru je, že podporuje odbyt, urychluje reprodukční proces. Odběratelům umožní nákup, i když nemá likvidní prostředky na jeho zaplacení. Dodavatelům umožňuje realizovat odbyt, prodávat jeho výrobky, které by často bez poskytnutí obchodního úvěru neprodal. **Nevýhodou** poskytování obchodního úvěru je, že v případě nesolventnosti odběratele dochází k řetězové reakci a i dodavatel se stává nesolventním vůči svým dodavatelům. Dochází k tzv. druhotné platební neschopnosti. V obchodních podmínkách lze uvést, že zboží je majetkem dodavatele až do okamžiku jeho zaplacení. To znemožňuje odběrateli plně disponovat se zbožím. Používá se ve výjimečných případech. Někdy dodavatel může odběrateli nabídnout tzv. **skonto**, což je procentně vyjádřená sleva z fakturované částky, pokud odběratel zaplatí předem před stanovenou dobou splatnosti. Smyslem poskytování slevy odběratelům je jednak zajištění odbytu, ale i včasné zaplacení dodávky.[10]

### ***Factoring***

Factoring je finanční služba, spočívající v odkupu krátkodobých pohledávek (obvykle se splatností od 30 do 90 dnů) před dobou jejich splatnosti. Dodavatelé zboží nebo služeb postupují na faktoringovou společnost (faktora) své pohledávky za odběrateli. **Faktor** po prověření bonity prodávajícího (klienta) a kupujícího uzavře s klientem smlouvu. Ve smlouvě se klient zavazuje, že veškeré pohledávky vznikající za odběrateli bude postupovat faktoringové společnosti. Ta naopak potvrzuje, že na postoupené pohledávky poskytne klientovi zálohy v dojednané výši (cca 70 až 90 % z hodnoty pohledávky, dle celkové kvality a možných rizik ve vztahu k odběrateli) bezprostředně po převzetí příslušných faktur a současně se postará o jejich inkaso.[13] Po úhradě pohledávek odběratelem na účet faktora, převádí faktoringová společnost klientovi i doplatky postoupených pohledávek ponížené o finanční náklady. Vůči odběratelům vystupuje jako jejich nový věřitel a při nedodržení lhůty splatnosti zajišťuje upomínání a případný další postup až po soudní vymáhání. Cílem faktoringu je stav, kdy dodavatel není odkázán na mnohdy několikaměsíční doby splatnosti a může se svými zdroji disponovat téměř ihned. Z praktického hlediska se tedy jedná o určitý druh překlenovacího úvěru. Toto financování není navíc omezeno žádným limitem, jeho výši ovlivňuje přímo klient tím, že je schopen vyrábět a prodávat své produkty, tj. vytvářet pohledávky vhodné pro financování.[31] U faktoringu je oproti ostatním formám financování



důležitá především bonita odběratelů nikoliv příjemce, jejich počet a charakter kontraktů.[13]

### **Směnka**

Směnka je cenný papír splňující zákonem předepsané náležitosti, na které se určitá osoba zavazuje zaplatit oprávněnému majiteli směnky uvedenou peněžní částku.

Směnky mohou mít dvě formy[13]:

**Vlastní směnka je vystavena dlužníkem, který se** zavazuje bezpodmínečně zaplatit ve prospěch oprávněného majitele směnky (remitentovi) uvedenou částku. Směnečným dlužníkem je sám výstavce a závazek ze směnky mu vzniká vystavením (podpisem) směnky.

**Cizí směnku** vystavuje výstavce. Příkladuje směnečníkovi (trasátovi) zaplatit peněžní částku ve prospěch směnečného věřitele. Dlužník se zaváže v momentě akceptu (přijetí) směnky, který uděluje svým podpisem. Cizí směnku lze převést indosamentem a platí pro ni ustanovení o směnečném rukojemství.[7]

V praxi se často využívá blankosměnka, u níž není záměrně uvedena zpravidla dlužná částka. **Blankosměnka** je užitá jako zástava pro případ, kdy dlužník neplní své závazky. Teprve tehdy je na směnku doplněna dlužná peněžní částka. Proti zneužití této směnky (před doplněním vyšší částky) chrání smlouva o vyplnění blankosměnky. Na směnce se uvádí, že se doplnění peněžní částky řídí touto smlouvou. Blankosměnka umožňuje rychlejší vyrovnání ve srovnání s případným soudním řízením.[7]

### **Rizikový kapitál (Venture capital)**

„Rizikový kapitál můžeme chápat jako velkou kapitálovou investici prováděnou zpravidla ve formě zvýšení základního jmění, kdy specializovaná instituce investující rizikový kapitál vstupuje do podniku, který má určitý podnikatelský záměr nebo který z jiného důvodu potřebuje finanční prostředky“.[14]

Tento druh zdrojů využívají zpravidla podniky, pro které jsou zdroje typu bankovních úvěrů nedostupné. Rizikový investor do podniku nepřináší pouze kapitálové investice, ale také odborné znalosti. Také kontroluje rozvoj podniku a monitoruje ekonomickou situaci v podniku. Rizikový kapitál tak přináší podniku dvojitý efekt, který vzniká spojením investic a odborných znalostí.[14]

Podle zaměření rozlišujeme následující typy rizikového kapitálu:[12]

- Předstartovní financování (seed capital)
- Startovní financování (start up capital)
- Financování počátečního rozvoje (development capital)
- Rozvojová financování (development capital)
- Financování akvizic (transaction capital)
- Profinancování dluhů (debt replacement capital)
- Záchrané financování (rescue capital)

Výhodou rizikového kapitálu je rychlé financování mladých a rizikových projektů, pro které je nemožné získat potřebný kapitál z vlastních zdrojů. Ostatní formy financování jsou znemožněny vysokou rizikovostí. Za nevýhody se uvádí zvýšení počtu vlastníků s možností rozhodovat o řízení. Dále pak investor požaduje vysokou výnosnost (cca 30 – 40%) z důvodu vysokého rizika.[12]

### ***Tichý společník***

Tiché společenství je na pomezí mezi vlastním a cizím zdrojem. Finance poskytnuté podniku tichým společníkem se zpravidla stávají vlastnictvím podniku. Ten se ale zavazuje, že po ukončení smlouvy vklad vrátí. Tichým společníkem může být kdokoliv. Náklady na tento zdroj bývají většinou vyšší než u úvěru či dluhopisů.[14]

„Smlouvou o tichém společenství se zavazuje tichý společník poskytnout podnikateli určitý vklad a podílet se jím na financování podnikání. Společník se nepodílí se na řízení podniku. Podnikatel se zavazuje k vyplacení části zisku vyplývajícího z podílu tichého společníka na vlastnictví podniku. Smlouva musí mít písemnou formu“.[14]Jako vklad lze použít i jakoukoliv věc, právo nebo majetek využitelný k podnikání. Obě strany mohou smlouvu o společenství vypovědět. Tichý společník požaduje vyšší podíl na zisku proti běžnému akcionáři.[14]

### ***Dotace***

Pro úplnost jsou uvedeny do cizích zdrojů také dotace. Dotace zpravidla bývá forma nevratné finanční pomoci podniku. Tato pomoc zpravidla pochází od státu, obcí nebo v posledních letech ve větším množství z fondů Evropské unie.

# Dlouhodobé zdroje financování

## *Bankovní dlouhodobé úvěry*

Dle Wawrozse[14] je podstatou úvěru poskytnutí určité hodnoty dlužníkovi. Tato hodnota může být i věcná, ale zpravidla se jedná o peníze. Věřitel poskytuje tuto hodnotu dlužníkovi dočasně k užívání a dlužník se zavazuje tuto hodnotu v předem stanovené lhůtě věřiteli splatit spolu s úrokem z úvěru.

Podle doby splatnosti se dlouhodobé úvěry dělí na[14]:

- Střednědobé se splatností od 1 roku do 5-ti let
- Dlouhodobé s dobou splatnosti delší než 5 let

Cenou úvěru jsou úroky, které jsou ovlivňovány mnoha faktory. Tím nejdůležitějším je **diskontní sazba**. Jako další lze uvádět zejména výši úvěru, dobu splatnosti, bonitu klienta, odklad splátek a také způsob splácení.[10] **Výhodou úvěru** je, že úroky jsou nákladovou položkou. Využívá se zde tedy tzv. daňového štítu.

Podle Valacha[12] jsou nejčastěji používané dva typy dlouhodobých bankovních úvěrů:

- Hypoteční úvěr
- Termínovaná půjčka

Hlavním rysem **hypotečního úvěru** je jeho zajištění zástavním právem na nemovitost. Hypoteční úvěr je zpravidla dlouhodobý úvěr s dobou splatnosti pohybující se mezi 5 ti až 30 ti lety. Úroková sazba hypotečního úvěru může být **pevná** po celou dobu splatnosti nebo **pohyblivá** závislejší na vývoji na trhu. Často se používá **kombinace** obou způsobů.[10]

Postup při získání hypotečního úvěru: je následující:[13]

1. Nabídka nemovitého majetku podniku k zástavě
2. Zatížení tohoto majetku hypotékou (tj. zápis do kat. nemovitostí)
3. Emise hypotečních zástavních listů bankou a jejich předání podniku
4. Prodej zástavních listů na kapitálovém trhu a získání úvěru

„**Termínovaná půjčka** je většinou poskytována na rozšiřování hmotného majetku podniku nebo i na trvalé rozšíření oběžného majetku. Tyto půjčky jsou více rizikové, protože banka zde podstupuje větší riziko. Proto banka požaduje více různých záruk a ochranných ujednání než u krátkodobých bankovních úvěrů“.[12]

Termínovaná půjčka je střednědobou formou financování. Obvykle se její doba splatnosti pohybuje mezi jedním až osmi roky. Tento druh půjčky je převážně poskytován bankami a pojišťovnami.[1]

**Emisní úvěr** zahrnuje odkoupení podnikových obligací. Banky ve většině případů působí jako organizátoři emisí cenných papírů. Z tohoto důvodu banky takové obligace samy nakupují. Výhodou je pak možnost obligace prodat ještě před dobou splatnosti a dále většinou fixní výnos nezávislý na hospodaření společnosti (záleží na typu obligace). Sazba poskytovaná bankou je v tomto případě nižší než u běžných typů úvěrů. Emise je ale spojena s dalšími poplatky, díky kterým se efekt nižší sazby vyrovnává.[12]

### ***Forfaiting***

Forfaiting je charakterizován jako odkup střednědobých a dlouhodobých pohledávek forfaitingovou organizací (forfaiterem). Odkupované pohledávky musí splňovat několik požadavků. Jejich splatnost musí být zpravidla delší než 90 dnů, ale setkáme se i s několikaletou splatností. Ve většině případů se jedná o pohledávky za zahraničním subjektem, jsou denominovány ve volně směnitelné měně a jednotlivé transakce mají hodnotu vyšší než 200 000 USD. Na rozdíl od faktoringu musí být pohledávky zajištěné (zpravidla směnkou nebo bankovní zárukou). Vedle doby splatnosti a ručení se forfaiting od faktoringu liší také tím, že v praxi se forfaitují zpravidla jednotlivé pohledávky. Stejně jako u bezregresního faktoringu přebírá odkupem pohledávky forfaitingová organizace veškeré riziko nesplacení odběratelem i ručitelem. Forfaiting je jedna z metod financování tuzemského a mezinárodního obchodu.[10] **Forfaiter** odkupuje od prodávajícího kryté importní nebo exportní pohledávky. Pohledávka může být krytá bankovní zárukou, směnkou s avalem nebo alternativně dokumentárním akreditivem s odloženou splatností. Ve výjimečných případech forfaiter odkoupí vlastní směnky nebo vámi akceptované cizí směnky, které jsou vydány za účelem získání provozního financování. Při odkupu platebních instrumentů zajištěných bankou a kryjících obchodní transakce se zpravidla jedná o financování bez zpětného postihu na prodávajícího.[21]

### ***Leasing***

Leasing představuje typ nájmu, kdy uživatel si najímá na předem stanovenou dobu daný investiční předmět. Tento předmět není po dobu smlouvy ve vlastnictví uživatele, ale ve vlastnictví leasingové společnosti. Daný předmět zpravidla přechází na konci platnosti

smlouvy do vlastnictví nájemce, a to za zůstatkovou cenu uvedenou v leasingové smlouvě. Nájemce má předkupní právo. Leasing se nejčastěji vyskytuje ve dvou podobách, jako operativní nebo finanční leasing.[36]

**Operativní leasing** nezakládá nájemci žádné právo na koupi najímaného předmětu. Po skončení doby nájmu se vždy předpokládá vrácení předmětu zpět pronajímateli. Tento druh leasingu se užívá při potřebách velmi drahých technologií, které rychle stárnou. Pronajímatel u operačního leasingu také zajišťuje služby spojené s užíváním předmětu nájmu. Veškerá rizika spojená s užíváním předmětu smlouvy nese pronajímatel. Nájemce zahrnuje poskytnuté platby rovnoměrně do nákladů.[7]

**U finančního leasingu** se jedná o dlouhodobý nezrušitelný pronájem, jehož minimální doba trvání je odvozena od doby odepisování předepsané pro dané zařízení zákonným normativem. Náklady spojené s užíváním věci nese pouze nájemce. Po ukončení leasingové smlouvy přechází předmět do vlastnictví nájemce za podmínek uvedených ve smlouvě. Bývá zpravidla odkoupen za minimální zůstatkovou hodnotu předmětu.[13] Finanční leasing se využívá také z důvodu tzv. daňové optimalizace.

Zvláštním typem finančního leasingu je pak tzv. **leaseback** (zpětný leasing). Podstatou zpětného leasingu je odkup majetku s dlouhou dobou odepisování leasingovou společností, majetek si podnik následně zpětně pronajme. Tím získá kapitál na jiné investiční akce a současně využívá daňového zvýhodnění při pronájmu.[13]

## **Dluhopisy**

Obligace jsou dluhový cenný papír emitovaný za účelem získání dlouhodobého kapitálu. Emitent se v nich zavazuje splatit věřiteli nominální cenu obligace spolu s úrokem a to v předem dohodnuté době. S obligacemi není spojeno právo podílet se na řízení podniku pro věřitele. Věřitel také není spolumajitelem podniku. Úrok z obligací je podle daňových předpisů považován za náklad pro emitenta, který tak využívá daňového štítu.[12]

## ***Druhy obligací***

Dluhopisy rozdělujeme z hlediska emitentů na [10]:

- **Dluhopisy veřejného sektoru** vydávané vládou nebo jejími institucemi, obcemi nebo městy. Prostředky takto získané slouží k financování deficitů státního rozpočtu.
- **Bankovní dluhopisy**, vydává banka s cílem získat finanční zdroje. Banka jejich majitelům vyplácí úrok z dluhopisu.
- **Dluhopisy korporací**, vydává je podnikový sektor.

Lze uvést následující druhy obligací:[34]

- **„Hypoteční zástavní listy**, jejichž jmenovitá hodnota a výnos jsou plně kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů nebo částí těchto pohledávek a popřípadě též náhradním způsobem; hypoteční zástavní listy může vydávat pouze banka se sídlem v České republice.
- **Vyměnitelné dluhopisy**, s nimiž je spojeno právo na jejich výměnu za jiné dluhopisy anebo právo na jejich výměnu za akcie téhož emitenta, toto právo může být uplatněno namísto práva na splacení dluhopisu.
- **Prioritní dluhopisy**, se kterými je spojeno právo na jejich splacení a vyplacení výnosu z dluhopisů, jakož i právo na přednostní upisování akcií, které jejich emitent vydá.“[34]
- **Podřízené dluhopisy:** V případě emitentovi neschopnosti dostát svým závazkům jsou pohledávky majitele podřízeného dluhopisu uspokojeny až po uspokojení všech ostatních věřitelů a jejich pohledávek.

Dělení dluhopisů existuje celá řada:[11]

- dělení podle formy: na jméno, na doručitele
- podle podoby: listinné, zaknihované, nebo
- podle doby splatnosti: krátkodobé, střednědobé, dlouhodobé a neomezené

Při rozhodování o emisi dluhopisů jsou klíčové následující faktory:[12]

- **Výnos (úrok) z obligace**, ten určuje hlavní náklady dluhu. Důležitá je i forma, která ovlivňuje jeho výši. Mezi hlavní formy patří obligace s pevnou úrokovou sazbou (je dána fixní úroková sazba po celou dobu životnosti CP) a

s pohyblivou úrokovou sazbou (jsou stanoveny podmínky, podle kterých se úrok mění v čase). Další formy stanovení výnosu pak jsou u obligací s pevnou úrokovou sazbou a podílem na zisku, rozdílem mezi jmenovitou hodnotou a emisním kurzem, prémií v závislosti na lhůtě splatnosti či kombinací výše uvedených možností.

- **Doba životnosti a způsob splacení.** V ČR se tato doba pohybuje v rozmezí 1-10 let. Na vyspělých trzích bývá doba životnosti několikanásobně vyšší (někdy až 30 let). Podnikové obligace mohou být spláceny jednorázově, nebo v dílčích rovnoměrných či nerovnoměrných splátkách.
- **Hodnocení bonity emitenta pomocí ratingu.** Podnik s vyšším ratingovým hodnocením je považován za stabilnější, s lepší schopností splácet své závazky. Dobrý rating působí pozitivně na investory. Emitent tak snadněji prodá své obligace na trhu a současně investor nepožaduje tak vysokou úrokovou sazbu. Pozitivní rating pak snižuje náklady na emisi a získaný kapitál. Ratingem a hodnocením úvěruschopností podniků se zabývají ratingové agentury. Mezi nejznámějšími lze uvést Moody's nebo Standard & Poor's.
- Mezi dalšími faktory se uvádí ručení za obligace, omezující podmínky věřitelů pro emitenta nebo kurs jeho obligací.

#### ***Náležitosti dluhopisu:[14]***

- označení emitenta: tj. název a sídlo u právnických osob<sup>2</sup>
- název dluhopisu (musí obsahovat slovo dluhopis) a jeho číselné označení (pořadové číslo popř. číslo série)
- jmenovitá hodnota (nejméně 1000kč, částka dělitelná celými tisíci korun.)
- způsob stanovení výnosu
- prohlášení emitenta, že dluží jmenovitou hodnotu majiteli dluhopisu
- závazek emitenta splatit jmenovitou hodnou dluhopisu v daném termínu spolu s vyplácením výnosu z dluhopisu. Určení místa výplaty
- u dluhopisů znějících na jméno také jméno jejich majitele
- datum emise dluhopisu spolu s otiskem podpisů představitelů emitenta

---

<sup>2</sup> Emitovat dluhopisy může i fyzická osoba, která pak uvádí jméno a adresu trvalého bydliště. V praxi fyzické osoby emitují obligace pouze výjimečně.

- údaj o povolení k vydání dluhopisu od ČNB, není nutné u státních dluhopisů

Za výhody financování pomocí emisí dluhopisů lze považovat možnost získat vysoký úvěr, majitel dluhopisu se nestává podílníkem společnosti, jedná se o dlouhodobou půjčku s nižším úrokem. Mezi nevýhodami se objevují nutnost povolení od ČNB, informační povinnost emitenta, potřeba renomovaného zprostředkovatele, vhodná situace na kapitálových trzích společně s jejich kapacitou a v neposlední řadě vysoké náklady na emisi (úroky, poplatky zprostředkovatelům, propagace).[35] Úspěšnost emise ovlivňuje velikost a renomé podniku, jež působí na investory. Pro umístění emise na veřejný trh je nutné zažádat o povolení BCPP, která přezkoumá, zda žadatel splňuje všechny podmínky.[21]

## Akcie

Akcie patří do externích zdrojů financování. Tato práce se z velké části věnuje emisi akcií. Z tohoto důvodu uvádím samostatnou kapitolu týkající se akcií a jejich emisi. Akcie jsou kapitálové cenné papíry potvrzující podíl jejich majitele na majetku společnosti. Dále je majitel akcií oprávněn podílet se na řízení společnosti, na zisku společnosti a na likvidačním zůstatku.[32] Podle Wawrozse je „akcie cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle obchodního zákoníku a stanov společnosti na jejím řízení, zisku a likvidačním zůstatku při zániku společnosti. Společnost odpovídá za porušení závazků celým svým majetkem. Akcionář neručí za závazky společnosti“[14]. Opatřování investičních prostředků pomocí emise akcií, umožňuje firmě získat velké finanční prostředky. Ovšem je nutno si uvědomit, že vydávání akcií je spojeno s vysokými náklady. Každá společnost nedokáže zaujmout investory a upsat své akcie. Z těchto důvodů je financování pomocí emise akcií vhodné pro velké, stabilní a veřejnosti známé společnosti.[10] Akciový kapitál lze získat emisí při zakládání akciové společnosti, navyšování základního jmění společnosti nebo při finanční restrukturalizaci (nahrazení dluhopisů akciemi).



## **Druhy akcií**

Existují následující druhy akcií:[7]

**Kmenové akcie** (ordinary share) jsou využívány ve většině případů. Práva majitele kmenové akcie jsou dána zákonem. Majitel akcie se podílí na řízení akciové společnosti nepřímo. Majitel má právo účasti na valné hromadě společnosti, kde disponuje s hlasovacím právem podle velikosti jeho podílu na majetku (resp. podle počtu vlastněných akcií). Akcionář společnosti má právo podílet se na zisku společnosti, buď formou vyplacených dividend, nebo formou kapitálových zisků (změna ceny akcie). V případě likvidace společnosti má právo na majetkový zůstatek (po uspokojení všech věřitelů). Majitel akcií nemůže žádat o vrácení podílu a za hospodaření společnosti ručí jen do výše svého vkladu (omezené ručení). Akciová společnost ručí celým svým majetkem.[8]

**Prioritní (přednostní) akcie** mohou tvořit maximálně polovinu základního kapitálu. Dávají akcionáři právo na přednostní vyplacení dividendy nebo likvidačního zůstatku z časového hlediska. Tento druh akcií přináší jejich majiteli stálou dividendu. Vlastníci mohou obdržet tzv. „superdividendu“, což je dividendu nad rámec. Prioritní akcie zpravidla neposkytuje majiteli hlasovací právo na valné hromadě.

**Zaměstnancké akcie** podle novely obchodního zákoníku od 1. 1. 2003 byly v ČR zrušeny. Tato novela ale přinesla jinou možnost zvýhodněného nabývání akcií zaměstnanci. Společnost může podle svých stanov nabízet zaměstnancům kmenové nebo prioritní akcie za zvýhodněnou cenu. Rozdíl mezi emisním kurzem a cenou pro zaměstnance uhradí z vlastních zdrojů podnik. Celková takto podnikem vynaložená částka nesmí převyšovat 5% z celkového základního kapitálu.[17]

Můžeme se také setkat s termínem **hluchá akcie**, což je akcie nepřinášející dividendu, která je neprodejná.

Akcie mohou být podle zákona č.591/1992Sb[18] vydávány v listinné podobě nebo v zaknihované podobě.[10]

- **Akcie listinné** ( certificate form) mají fyzickou podobu skutečného certifikátu, který se skládá z pláště akcie a kupónového archu s talónem (průkazný lístek).[10]
- **Akcie zaknihované** (electronic book entry form) jsou soustředěny v centrálních registrech. V současné době jsou vedeny v elektronické podobě, což snižuje náklady na manipulaci a výrazně snižuje riziko jejich odcizení nebo zneužití.[10]

V praxi se setkáváme s následujícími formami akcií:[7]

- **Akcie na jméno** (registered securities) se převádí rubopisem. Je veden seznam akcionářů a při převodu akcie musí vlastník společnost informovat. Emitent si může vymínit, že převod je možný pouze s jeho souhlasem.
- U **akcie na doručitele** (bearer securities) se převod uskutečňuje fyzickým předáním. Práva spojená s cennými papíry má jejich držitel.

Mezi dalšími lze uvést dělení na:

- **Staré akcie** vydávají se při založení a. s.
- **Nové (mladé) akcie** jsou emitovány při navýšení základního kapitálu. „Mladé akcie jsou většinou emitovány za cenu nižší, než je aktuální cena starých akcií na kapitálovém trhu. Odebírací práva bývají spjata se starými akciemi. Většinou na jednu starou akcii připadá jedno odebírací právo. Stávající akcionáři mají přednostní právo na koupi mladých akcií především z důvodu udržení si svého majetkového podílu na společnosti.“[32]

### *Náležitosti akcie*

Akcie musí obsahovat tyto náležitosti[14, 8]:

- Obchodní jméno a sídlo (postačí bez PSČ i bez IČO společnosti),
- Jmenovitou hodnotu akcie,
- Označení formy akcie, u akcie na jméno i jméno akcionáře,
- Výši základního jmění v době vydání akcií,
- Počet akcií v emisi (může být i uveden druh a počet jiných akcií, které se podílejí na základním jmění společnosti),
- Údaj o právech akcionáře,
- Může být uvedeno označení série resp. emise. (není nutné)
- V případě listinných akcií je nezbytnou součástí vzorový nátisk, který musí splnit požadavky vyhlášky MF ČR č.88/99 Sb.
- Datum emise
- ISIN- mezinárodní identifikační číslo akcie, je nutné pouze u veřejného obchodování

## Emise cenných papírů

Obecnou definici emise uvádí Liška[8]: „Emisí se rozumí soubor vzájemně zastupitelných cenných papírů vydaných určitým emitentem na základě jeho rozhodnutí“. Tímto procesem se podnik snaží získat velké množství kapitálu. Emise cenných papírů je zdlouhavá a náročná. Z tohoto důvodu je požadavek na kvalitní organizaci celého procesu. Společnost by v první řadě měla zvážit vhodnost tohoto způsobu financování. Rozhodnutí o kapitálové struktuře nebo povaha investičního záměru odpovídá na důležitou otázku a to, zda využijeme cizí nebo vlastní kapitál. Obecné pravidlo o vhodném poměru a struktuře kapitálu neexistuje, významně ho ovlivňuje zaměření podniku. Poměr vlastního a cizího kapitálu je jedním z ukazatelů schopnosti podniku získat další finance pro svůj rozvoj. V době kdy podniku vzniká potřeba dodatečného kapitálu, který podnik chce získat emisí cenných papírů, dochází k rozhodnutí, zda emitovat obligace nebo akcie. Emise akcií je v některých krocích odlišná od emise dluhopisů. Dalším rozhodnutím, které musí vedení společnosti provést, je jaký typ emise zvolí. Podnik má přitom dvě možnosti:[7]

- **Veřejná emise**<sup>3</sup>, ve které je cenný papír nabízen okruhu předem neurčených osob.
- **Soukromá emise**, která je určena předem známému okruhu investorů.

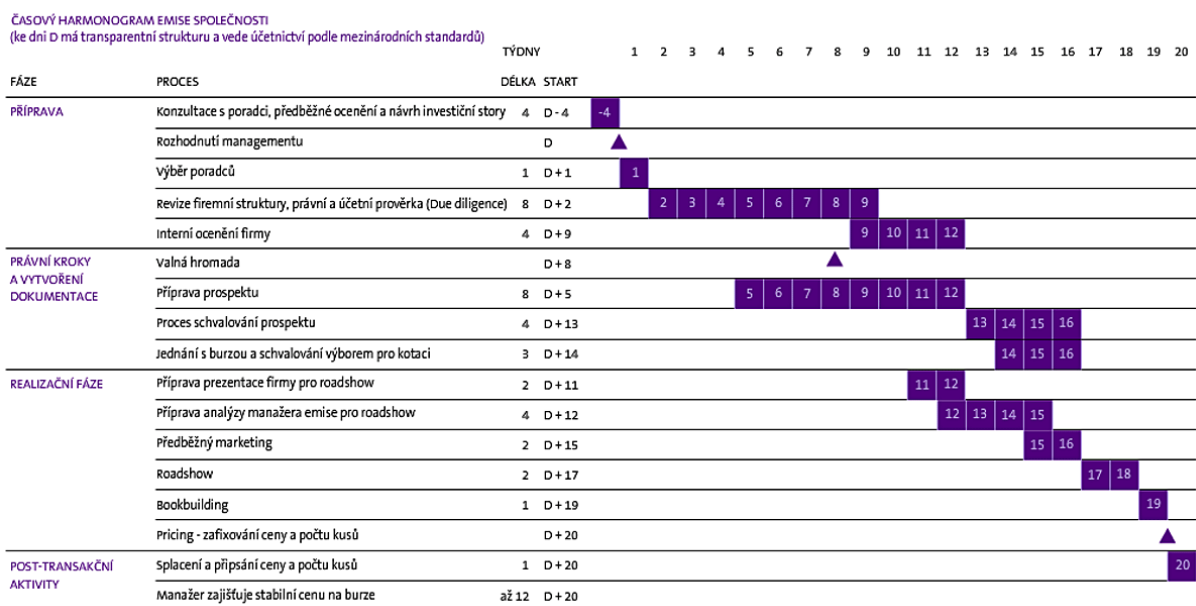
Pokud společnost vydává na veřejném trhu své akcie poprvé, hovoříme o prvotních nebo **primárních emisích** (IPO - Initial Public Offering). Protože se primární emisí z uzavřené a soukromé společnosti stává společnost přístupná široké veřejnosti, hovoří se o primárních emisích jako o **uvedení na veřejný trh**. V případě, že společnost 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).[36]

Načasování emise by mělo odpovídat situaci na kapitálovém trhu. Emise akcií je vhodná v době růstu trhů. V době recese může být vhodnější odklad emise na pozdější a příhodnější dobu. Naopak emise obligací je vhodná v době poklesu kurzu akcií nebo poklesu úrokových sazeb.

---

<sup>3</sup> Proces emise cenných papírů v této práci je dále popsán pouze pro veřejnou emisí.

Emisi cenných papírů je možné rozdělit do čtyř fází.



Zdroj: [www.pse.cz](http://www.pse.cz)

### I. Fáze

V této přípravné části dochází ze strany vedení společnosti k rozhodnutí, zda je emise cenných papírů vhodná. Toto rozhodnutí může trvat i několik let. Důležitá v tomto kroku je nejen vnitřní situace společnost a její připravenost, ale i situace na trhu. V období recese se nemusí zdařit emise ani u zdravé a silné firmy. Dále si společnost vybere vedoucího manažera emise, se kterým podepíše mandátní smlouvu. Společnost využívá služeb manažera emise nebo emisního obstaravatele v případě, že není schopna vlastními silami zajistit průběh emise. Manažer v této fázi provádí fundamentální analýzu ve společnosti, zjišťuje vhodnost IPO pro danou společnost. V některých případech požádá o provedení ratingu. Manažer emise zkoumá také situaci v odvětví, ve kterém společnost podniká, kroky konkurentů a ochotu investorů na zvoleném kapitálovém trhu. Dále se zjišťuje výše potřebného nového kapitálu. Vedoucí manažer emise také navrhuje a sestavuje emisní konsorcium. U emise akcií existuje pro emisního manažera riziko, že emise nebude celá rozprodána investorům. Z tohoto důvodu se primárních emisí účastní několik obchodníků s cennými papíry tvořících konsorcium. Vedoucí manažer emise sestavuje nákupní konsorcium (je tvořeno společnostmi, které nakupují akcie v rámci dané IPO) a prodejní konsorcium (hledá investory a obstarává prodej). Všechny kmenové akcie nemusí být upsány tímto způsobem. Mohou být nabízené např.

přímo koncovým investorům nebo organizovanými aukcemi. Tyto způsoby jsou ale pro investiční bankéře méně výnosné a jsou proto méně rozšířené.[21]

Další možností, kterou nesmíme opomenout, je přímé využití služeb BCPP emitentem k uvedení na trh.

Konsorcium přináší řadu výhod pro investiční bankéře i akciovou společnost. Náklady celé emise akcií nenese pouze vedoucí manažer emise, ale dělí se mezi celé konsorcium, což přináší větší stabilitu upisovatele. Další výhodou je dělení rizika v případě ztráty, které se rozloží mezi všechny členy konsorcia. Pro akciovou společnost je výhodné, že za ní stojí hned několik upisovatelů najednou, což budí důvěryhodnost podniku a zvyšuje zájem investorů. Ti také pozitivně oceňují renomovanost vedoucího manažera emise[8]

V dalším kroku první fáze IPO je provedena hloubková prověrka (due-diligence) a to ve třech částech:[21]

1. Právní due diligence (zodpovědnost za přípravu má právní poradce).
2. Ekonomická due diligence (organizuje vedoucí aranžér).
3. Finanční a daňová due diligence (zajišťuje auditor).

Informace získané během due-diligence jsou velmi citlivé a zpravidla jsou vázána mlčenlivostí. Výsledky prověrky slouží jako podklady pro sestavení nabídkové části prospektu emitenta, upozorňují na podstatná rizika v podnikání dané společnosti. Je vhodné také říci, že společnost musí být připravená účetně přejít na mezinárodní účetní standardy. Hloubková prověrka se používá jako základ pro stanovení nabídkové ceny. Pro ocenění firmy lze použít standardní metody. Zjištění nabídkové ceny je pak rozhodující pro další postup firmy. Pokud cena bude příliš nízká, může dojít k zablokování emise stávajícími akcionáři. Nízká cena je naopak lákadlem pro nové investory.[21]

Posledním krokem I. fáze emise je svolání valné hromady společnosti. Pokud dojde ke shodě o vhodnosti IPO, pak společnost na návrh statutárního orgánu svolá valnou hromadu. Ta rozhodne o vydání cenného papíru resp. zvýšení základního kapitálu formou IPO. Valná hromada pověří představenstvo stanovením emisního kurzu akcií a objemu emise. Společnost má povinnost do 30 dnů od rozhodnutí valné hromady podat návrh na zapsání usnesení do obchodního rejstříku.[21]

Časový horizont této fáze je ovlivněn připraveností dané společnosti a její ochotou se rozhodnout. Z těchto důvodů může trvat v některých případech týdny, jindy měsíce. V České

republiky je v současné době několik společností (např. ICZ) v této fázi již delší dobu. Můžeme se ale jen dohadovat jestli je to způsobeno současnou „finanční krizí“, která je mimo jiné charakteristická rapidním poklesem zájmu společností o IPO.

## ***II. Fáze***

Ve druhé fázi emise společnost plní především legislativní povinnosti. Tou první je sestavení prospektu a jeho předložení ČNB ke schválení. Prospekt zpravidla sestavuje a odpovídá za něj auditor společnosti pod vedením manažera emise. Prospekt musí obsahovat údaje o hospodaření společnosti za poslední tři roky, účetní závěrky v podobě odpovídající mezinárodním standardům IFRS, výši základního jmění, majetkové poměry ve společnosti, nároky na počet kusů v emisi atd. Prospekt musí být hlavně správný a úplný, aby nebyl zamítnut ze strany ČNB. ČNB uděluje také ISIN konkrétnímu cennému papíru (International Securities Identification Number) mezinárodní identifikační číslo, které je podmínkou pro přijetí CP na veřejný trh. V této fázi se vytváří pouze předběžný prospekt, který se od konečného odlišuje emisní cenou, která je uvedena pouze jako její možné rozpětí. Konečná cena je doplněna později. Pokud je emise nabízena pouze kvalifikovaným investorům, nemusí nutně obsahovat při schvalovacím procesu emisní kurz, celkový objem a rozdělení mezi upisovatele. Tyto informace postačí doplnit před vydáním konečného prospektu. Ve druhé fázi dále společnost podává žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu. Žádost se podává organizátorovi trhu v ČR tj. BCPP. Ten přezkoumá správnost údajů uvedených emitentem a také jestli emitent splňuje podmínky pro přijetí na zvolený trh. BCPP požaduje po emitentovi splnění přísnějších podmínek, než jaké vyžaduje legislativa.[21] Viz tab.č.1.

Tabulka 1 Zdroj www.pse.cz

Název trhu	Podmínky pro přijetí nad rámec zákona			Poplatky emitenta	
	Základní kapitál emitenta	Min. objem veřejné nabídky	Min. délka činnosti emitenta	při přijetí	roční
Hlavní	–	200 mil. Kč	3 roky	50 tis. Kč	0,05 % obj. emise, max. 300 tis. Kč
Vedlejší	–	100 mil. Kč	3 roky	50 tis. Kč	0,05 % obj. emise, max. 85 tis. Kč
Volný	–	–	–	5 tis. Kč	–
Nový	20 mil. Kč	15 % objemu emise	1 rok	1 tis. Kč	1 tis. Kč

O tom, zda cenný papír bude přijat k obchodování na hlavním trhu nebo vedlejším trhu, rozhodne Kodačnický výbor BCPP ve lhůtě do dvou měsíců od podání žádosti. Ten se může při rozhodování odchýlit od výše uvedených požadavků.[21]

Během druhé fáze se také dotváří investiční příběh společnosti. Zástupci firmy se připravují na setkání s potenciálními investory, kterým představují svou společnost a její investiční záměry. Jedná se o marketingovou část emise, která dokáže ovlivnit výši výnosu z emise. Navazuje na koncept emise, který obsahuje účel emise, výběr burzy a jejího trhu, předběžné ocenění firmy, hlavní skupiny upisovatelů a také přibližnou strukturu investičního příběhu.

### **III. Fáze**

Dalším krokem po schválení prospektu, na které má ČNB lhůtu 30 dnů, je představení cenného papíru obchodníkům s CP neboli tzv. roadshow. Během roadshow společnost představuje svůj investiční příběh (viz. výše). Setkání s investorem zpravidla probíhá formou meetingů. Na základě reakcí investorů může docházet k aktualizaci předběžného prospektu. Tato fáze velmi významně ovlivňuje úspěch emise, proto na ni společnost musí být dobře připravena. Poslední částí roadshow je tzv. bookbuilding, kdy se ze zjištěné reakce sestavuje nabídková kniha a utváří se nabídková cena (pricing). Během pricingu se sbírají indikativní nabídky na množství a cenu nabízených akcií, vytváří se cenové rozpětí pro nabídku. Stanovení ceny nově vydávaných akcií je důležitou částí primární emise. Pokud je cena akcie nastavena moc vysoko, bude emise prodávána příliš dlouhou dobu a může se stát, že bude

nakonec emise neúspěšná. To by způsobilo ztrátu společnosti a upisovateli. Když je cena příliš nízká, nepřinese emise potřebný kapitál a je pro emitenta nepřiměřeně drahá.

Tzv. underpricing neboli podhodnocení ceny akcie během emise se stává nákladem emitenta. V některých případech manažer emise podhodnocuje cenu úmyslně, aby snížil riziko neupsání celé emise. Dále také emitent může investorům vysílat pozitivní signál, že je silný a může si podhodnocení dovolit. Emitent také může tímto způsobem chtít vyvolat vysoký převis poptávky a rozmělnit tím budoucí akcionářskou strukturu.[16]

**Tabulka 2 Průměrné náklady na emisi včetně underpricing v USA**

Typ Nákladů	Rozsah
Právní Služby	\$600,000-\$800,000
Účetní Služby	\$400,000-\$600,000
Underwriting Spread	5-8%
Printing	\$150,000-\$200,000
Blue Sky	\$10,000
Transfer agent/registrar	\$5,000
Ostatní	\$60,000
SEC filing fee	\$278 za \$1000,000 hodnoty emise

**Zdroj: Zdroj: Draho, Jason The IPO decision: Why and how companies go public. Chetenham: Edward Edgar, 2004. ISBN 1-84376-613-2, (str. 38).**

Při optimálním nastavení ceny je emise rozprodána během několika dní. Cena akcie závisí na tržním ocenění majetku společnosti, tj. závisí na tzv. vnitřní ceně akcie. Dále pak cenu určuje velikost tržní úrokové míry nebo dividendová politika. Vnitřní cena akcie je při založení společnosti rovna jmenovité hodnotě akcie. Pokud se celá emise neprodá, bude upisování neúčinné. Akcie se investorům nabízí za emisní kurz, který nesmí být nižší než jmenovitá hodnota akcie. Nabídka probíhá ve stanovené emisní lhůtě. Emisní lhůta je emitentem určené období, po které je emise nabízena. Doba ukončení emisní lhůty je omezená nebo neomezená. Emisní lhůta je pro upisovatele závazná, musí nabízet cenné papíry během celé lhůty. U nezávazné lhůty může emitent při nezájmu investorů nabídku cenných papírů předčasně ukončit. Emitent může také uplatnit tzv. dodatečnou lhůtu v délce trvání jednoho měsíce, pokud upsaná emise nedosahuje celkové emise. Na primárním trhu může také působit emisní garant. Ten se zaváže emitentovi, že odkoupí v případě neúspěchu emise emisi celou nebo její část. Emitent má opci, kterou uplatňuje, je-li emise neúspěšná. Emitent tak má zaručeno, že předem stanovená část emise cenných papírů bude skutečně prodána.[8]



#### IV.Fáze

V poslední fázi IPO dochází k podpisu smlouvy mezi manažerem emise a emitentem o cenovém rozpětí (ceně v rámci bookbuildingu). Dále jsou vedoucím manažerem shromažďovány nabídky od investorů s jejich upřesněním ceny a množství. Z těchto finálních nabídek je určena konečná upisovací cena. Následuje vydání závazné nabídky. V dalším kroku je podepsána tzv. upisovací smlouva. Cena je následně doplněna spolu s objemem emise do konečného prospektu, který je zaslán primárním upisovatelům. Pokud je emise úspěšná, dochází k oznámení burze, která cenný papír přijme k obchodování na veřejném trhu. V této fázi se rozlišuje tzv. první closing, kdy investoři skládají emisní cenu na vázaný účet. Následně v tzv. druhém closingu emitent vydává upisovatelům příslušný počet akcií a získává částku sníženou o provizi manažera emise. S původními akcionáři je sepsána smlouva o tom, že po určité období nebudou nabízet své akcie k prodeji na kapitálovém trhu. Toto období je nazýváno lock-up period a zpravidla trvá od 6 ti do 12 ti měsíců. Po úspěšném úpisu emitent podává návrh na zápis zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku.[21]

Existují dva způsoby emise akcií[8]:

**Nepřímá emise** probíhá pomocí tzv. **zatímního listu**, což je cenný papír na řad. Nahrazuje akcii do doby splacení jmenovité hodnoty upsaných akcií. Vystavuje se upisovateli po zápisu do Obchodního rejstříku. Obsahuje jmenovitou hodnotu upsaných akcií a splacenou část této jmenovité hodnoty. Se zatímním listem jsou spojena všechna práva jako u akcií. Po splacení jmenovité hodnoty je zatímní list vyměněn za akcie. V případě nepřímé emise v době upsání tedy nemusí být splacena celá jmenovitá hodnota. Zatímní list se využívá pouze při primárních emisích.[38]

Nepřímá emise probíhá při sekundární emisi pomocí **poukázky na akcii**, celá jmenovitá hodnota musí být splacena již v době upsání. Majitel poukázky na akcie vymění za akcie po zapsání změny základního kapitálu podnikem do obchodního rejstříku. Tento způsob umožňuje zkrácení doby úpisu.[21]

**Přímá emise** nevyužívá zatímního list ani poukázku na akcie. Celá jmenovitá hodnota emise musí být splacena v době upsání. Majitel dostává akcie ihned.

## *Vliv IPO na emitenta*

Pro emitenta představuje IPO pozitivní vliv na následující aspekty podnikání:

- Posiluje kapitál
- Poskytuje zdroje na investice
- Přináší nové možnosti rozvoje
- Zlepšuje poměr dluhu ke kapitálu
- Zlepšuje tržní pozici a bonitu klienta
- Zachovává právní kontinuitu společnosti
- Profesionalizuje řízení společnosti
- Usnadňuje participaci zaměstnanců
- Zvyšuje se zájem ze strany medií
- Zlepšuje se image společnosti

Mezi negativy převažuje:

- Sdílení budoucích zisků s novými akcionáři
- Omezení rozhodovacích pravomocí pro stávající vedení a majitele společnosti
- Zvýšená informační povinnost
- Ztráta důvěrnosti informací o společnosti
- Obvykle vyšší náklady, než při dluhovém financování
- Problémy s přednostním právem stávajících akcionářů

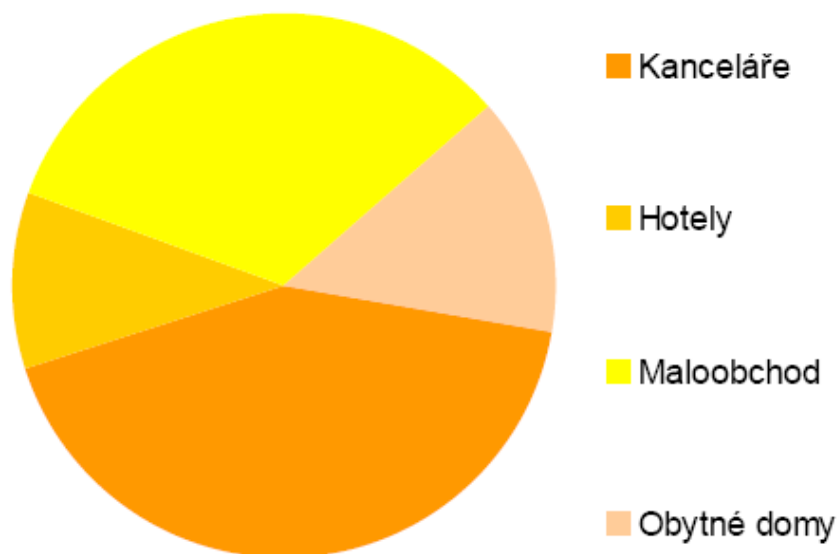
Pramen: [ww.patria.cz](http://ww.patria.cz)

## **Charakteristika investora a investičního záměru.**

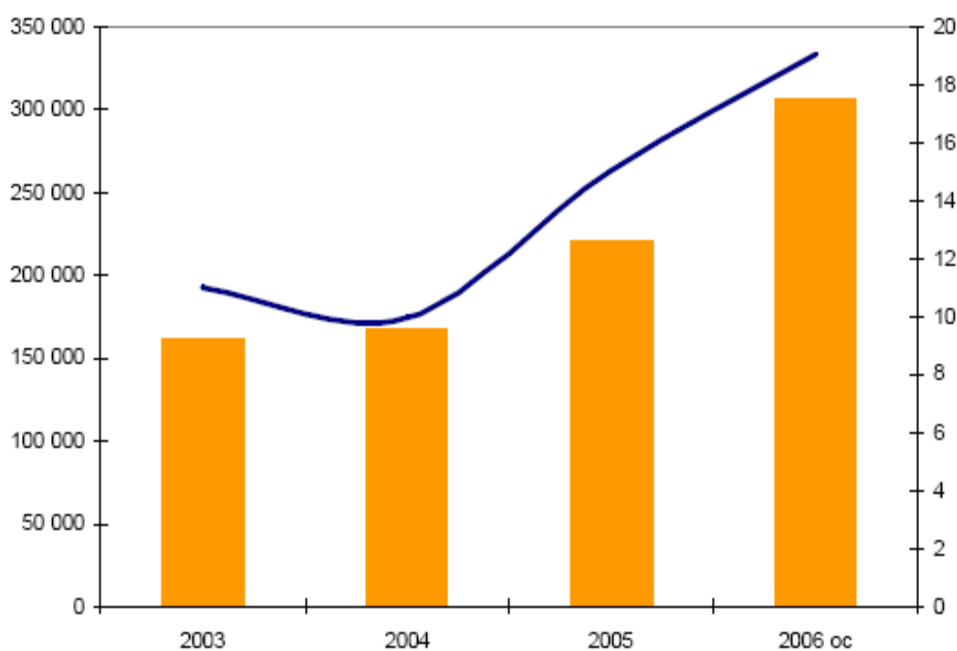
### **Charakteristika investora**

ECM REAL ESTATE INVESTMENT A.G. je developerskou společností a zároveň investiční společností se zaměřením na realty sídlící v Lucembursku. Na českém trhu ECM působí od roku 1991 a tradičním působištěm je pro ni společnost Praha. V poslední době ECM rozšiřuje své aktivity do ostatních regionů České republiky, a také do Ruska a Číny. V ostatních městech ČR společnost hledá příležitosti na méně rozvinutém realitním trhu s nižší konkurencí. V roce 1999 ECM spustilo svůj největší projekt s názvem CITY v Praze. Development tohoto projektu začal o rok později a přetrvává do současnosti. Během své existence společnost v ČR dokončila zhruba 15 projektů různých velikostí. Ve fázi přípravy má ECM rozpracováno přibližně 20 dalších projektů v Praze a dalších českých městech. Některé z projektů směřují na ruský trh, kde společnost v roce 2005 zřídila vlastní zastoupení. Od stejného roku se ECM věnuje investiční činnosti v oblasti realit a správě budov (facility managementu). Zaměření společnosti v krátkodobém horizontu se týká především developmentu a investic v Praze. Největší část pak tvoří segment kancelářských prostor a rezidenční projekty. V developmentu rezidenčních projektů se ECM soustředí na top-end neboli nejvyšší třídu. ECM široce diverzifikuje své aktivity. Jak z následujících grafů vyplývá, struktura portfolia společnosti se neustále rozrůstá.

Graf 1. Struktura portfolia ECM podle m<sup>2</sup>. zdroj:www.cyrrus.cz



Graf 2 Vývoj portfolia společnost ECM v m<sup>2</sup>. zdroj:www.cyrrus.cz



Diverzifikace portfolia společnosti probíhá také geograficky a to rozložením projektů do ostatních regionů mimo Prahu. Jak již bylo zmíněno, ECM rozšiřuje portfolio také mimo ČR do Ruska a Číny, kde se zaměřuje na projekty s nadprůměrným potencionálním vnitřním výnosovým procentem IRR v dané lokalitě. Hlavním segmentem u zahraničních projektů je development retailových center, kancelářských budov a hotelů ve velkých městech s více než 300 000 obyvatel. Společnost plánuje projekty v Rusku do maximální výše 25% celkové hodnoty portfolia. Jedním ze způsobů diverzifikace rizika je spojení ECM v rámci joint

ventures se společností ECE Projekt Management International GmbH, která se specializuje na development a řízení obchodních center. Od roku 2006 má dále ECM dohodu o joint venture se společností CPI, jež je součástí Citigroup Inc. Společnost od roku 1999 outsourcuje hotelové služby pod značkou Marriott díky Marriott Hotels International B. V.

### **Vlastnická struktura**

V roce 2005 disponovala společnost ECM Group N. V. 14 760 kusy akcií z celkového počtu 18 000 kusů (tj. 82 %). Zbylé akcie vlastní švýcarská Glandorf Foundation. 100% majitelem ECM Group N. V. je Milan Janků. Na konci roku 2006 ECM REI A. G. emitovalo v rámci kombinované nabídky 1 590 030 kusů akcií v hodnotě 74,7 milionů eur. Následně proběhla v roce 2007 dodatečná emise 127 500 kusů akcií za 6 milionů EUR. Vlastnická struktura se změnila na 57% podíl společnosti ECM Group N. V. Zbylé akcie vlastní jako free float drobní investoři. V roce 2008 pak společnost ECM Group N. V. navýšila svůj podíl ve společnosti na 84 %, 16 % tedy tvoří free float. Společnost ECM REI A. G. ovládá přímo nebo nepřímo řadu společností v ČR, Lucembursku, Rusku, Číně a na Kypru. Schéma vlastnické struktury je uvedeno v příloze č. 2.

### **Investiční záměr CITY**

Projekt CITY je v současnosti největší aktivitou společnosti. Jedná se o prestižní multifunkční centrum na Pankrácké pláni v Praze. V současnosti se jedná o již dokončené budovy v investičním portfoliu ECM a také o budovy ve výstavbě. Projekt je zasazen do atraktivního prostředí s vysokou hustotou obyvatel a kvalitní infrastrukturou. Velkým přínosem je také bezproblémová dopravní dostupnost, projekt CITY má přímé napojení na dálnici D1 a je v těsném sousedství stanice metra C. K projektu byl přizván prestižní architektonický ateliér Richard Meier & Partners. Původní návrh musel být přepracován dle požadavků státní správy, zejména z pohledu výšky budov. Projekt by měl splňovat všechny požadavky kladené na multifunkční zástavbu 21. století. Komplexní projekt CITY zahrnuje následující objekty: CITY TOWER, CITY COURT, CITY DECO, CITY ELEMENT, CITY Epoque Hotel a CITY Epoque Residence. Realizace jednotlivých objektů probíhá postupně. S výjimkou CITY EPOQUE budou objekty využívány převážně jako administrativní budovy

a obchodní plochy. Některé z objektů mají trvalé nájemce z řad velkých společností. Jedná se o významnou část investičního portfolia společnosti ECM, jež na konci roku 2006 činilo 307 562 m<sup>2</sup> [26]. Celková plocha projektu překračuje 134 000 m<sup>2</sup>. Celkové náklady na development projektu CITY jsou stanoveny na 237 219 240 EUR.[26] Dokončení projektu je naplánováno na rok 2010.

**Tabulka 3 Celkové náklady na development projektu a plánované využití kapitálu. zdroj:www.ecm.cz**

Projekt	Využití vlastního kapitálu	Využití cizího kapitálu	Celkové náklady na development (EUR)	Profit ECM
City tower	15%	85%	77 645 204	15%
City court	25%	75%	31 198 505	15%
City deco	30%	70%	24 922 772	16%
City element	20%	80%	9 300 287	16%
City Epoque hotel	25%	75%	48 097 472	20%
City epoque residence	15%	85%	46 055 000	20%

CITY Tower je bývalou budovou Československého rozhlasu a jedná se o nejvyšší budovu v ČR s výškou 109 metrů. Budova byla zakoupena ECM v roce 1999. V roce 2006 společnost získala stavební povolení na její dostavbu. Stavba byla dokončena v roce 2008.

CITY Court je kancelářská budova, která byla navržena k pronájmu. Dokončení stavby se předpokládá na druhou polovinu roku 2009.

CITY Deco je multifunkční budova s převážně kancelářskými prostory. Pro tento projekt společnost již našla nájemce v podobě Meridian Spa, jež bude část budovy využívat jako odpočinkové zařízení. Dokončení projektu proběhne v roce 2010.

CITY Element je koncipována jako sídlo velké finanční instituce. Budova otevírá přístup do celého projektu CITY z jihovýchodní strany. Tento projekt po dokončení v průběhu roku 2010 bude pronajímán společností Generali Pojišťovna a.s., která zde bude

mít firemní sídlo. V případě zájmu ze strany Generali o prostory okolních projektů je možné budovy vzájemně propojit.

CITY Epoque Hotel je čtyřhvězdičkový hotel s multifunkčním konferenčním zařízením. Tento hotel bude provozován pod značkou „Four Points by Sheraton“ od roku 2010.

CITY Epoque Residence je jednou z nejvyšších obytných budov v ČR. Projekt zahrnuje luxusní byty všech velikostí. Dokončení projektu je odhadováno na rok 2010. 60 % apartmánu bylo již v roce 2006 závazně rezervováno za průměrnou cenou 3468 EUR / m<sup>2</sup>.

Harmonogram plánovaného průběhu jednotlivých projektů je uveden v příloze č. 1.

## **Analýza profinancování záměru emisí akcií.**

Financování investičního záměru ECM pomocí IPO proběhlo v roce 2006. Toto načasování emise bylo vhodné z pohledu harmonogramu projektu CITY (viz. výše), jehož převážná část začala v roce 2006 nebo roce dalším. Tento rok byl také provázen vysokým růstem HDP 6,8 %, který byl spojen s rostoucí poptávkou po administrativních plochách k pronájmu a po stavebnictví celkově. Společnost vydala na BCPP v rámci kombinované nabídky 1.275.000 kusů akcií s čistým výnosem 59, 925 mil. EUR. Hospodaření společnosti před a po primární emisi je zhodnoceno níže pomocí analýzy hlavních účetních výkazů.

### **Analýza účetních výkazů ECM**

#### ***Horizontální analýza rozvahy***

V účetním majetku společnosti je zřejmé zahájení velké části projektu CITY v roce 2006, od kterého narůstají investice společnosti do nemovitostí. Patrný je i nárůst pohledávek ECM a peněz v letech 2006 – 07, související s dokončením některých projektů a již zmíněnou emisí akcií. Ta viditelně započala nárůst vlastního kapitálu díky zvýšení základního kapitálu a emisního ážia. Přestože společnost navyšovala základní kapitál postupně, současně se ještě více zadlužovala. Tento trend lze vysledovat ve vývoji celkových cizích zdrojů, kdy v roce 2006 došlo k nárůstu o 253 % v porovnání s rokem 2005, zatím co vlastní kapitál rostl o 248

% . Tento rozdíl se v dalších letech ještě navyšoval. Nepřehlédnutelná je i položka krátkodobých cizích zdrojů, jejichž tempo růstu stabilně roste na úkor dlouhodobých cizích zdrojů. V roce 2008 došlo ke snížení vlastního kapitálu o 36 %, což způsobila vykázaná ztráta společnosti. Horizontální analýza rozvahy je uvedena v příloze č. 3.

### ***Vertikální analýza rozvahy***

Hlavní složkou aktiv jsou především dlouhodobá aktiva, která tvoří průměrně přes 70 % celkových aktiv. Z této analýzy je patrné, že hlavním předmětem podnikání společnosti je development. Velkou část aktiv tvoří pozemky a budovy spolu s investicemi do nich. Z analýzy pasiv vyplývá, že přes emisi akcií se poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů nezměnil. Vlastní kapitál tvořící 35 % pasiv se postupně do roku 2008 snižuje na úroveň pouhých 14 %. Společnost zcela vhodně v souladu s její činností využívá dlouhodobé cizí zdroje a to na úrovni cca 80 % celkových cizích zdrojů. Dochází ale k postupnému snižování dlouhodobých cizích zdrojů a nárůstu krátkodobých cizích zdrojů, které jsou obecně dražší variantou financování. Společnost využila po roce 2006 také financování pomocí dluhopisů do výše 30 % svých dlouhodobých cizích zdrojů. Naproti tomu snížila dlouhodobé bankovní úvěry o stejnou částku. Vertikální analýza rozvahy je přílohou č. 4.

### ***Analýza vývoje cash flow***

Společnost využívá metody ohodnocení aktiv „fair value“, což představuje ohodnocení aktiv v tržních cenách, nikoliv v účetních. S příchodem finanční krize, kdy došlo ke snížení cen nemovitostí a cen nájemného, to mělo podstatný vliv na finanční výkazy ECM. Záporné cash flow z investiční činnosti způsobilo zvyšování investic do nemovitostí. Kladných hodnot CF z finanční činnosti bylo dosaženo růstem cizího kapitálu ve formě bankovních půjček nebo emisí dluhopisů v roce 2007.



**Tabulka 4 Vývoj cash flow 2004-2008 ECM REI A.G.**

V tis. Euro	2004	2005	2006	2007	2008
Stav peněžních prostředků na začátku účetní období	5375	1229	2927	37901	36753
Cash flow z provozní činnosti	18857	-4994	7357	-89965	67949
Cash flow z investiční činnosti	-7459	-5577	-58660	-53434	-165477
Cash flow z finanční činnosti	-15546	12267	86277	142251	94402
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	-4146	1698	34974	-1148	-3126
Stav peněžních prostředků na konci účetního Období.	1229	2927	37901	36753	33627

## **Analýza poměrových ukazatelů**

### ***Ukazatelé zadluženosti***

Pro developerské společnosti typu ECM je vyšší míra zadluženosti díky rozsáhlému investování běžná, proto nejsou velmi vysoké hodnoty tohoto poměrového ukazatele překvapující. Hodnota v rozmezí 50 – 70% je považována za vysokou pro běžnou společnost. V oboru stavebnictví se průměrná hodnota pohybuje mezi 60 – 65 % během našeho hodnoceného období. Vyšší hodnoty zadluženosti jsou považovány za rizikové. Investoři ohodnocují toto riziko zvýšením požadovaného úroku z jejich kapitálu, což se projevilo jeho zdražením. Toto razantní zdražení je patrné v roce 2008, kdy při použití ratingové metody došlo ke snížení hodnocení bonity ECM na stupeň D, což přineslo rizikovou přírážku 20 %. Primární emise akcií v tomto ohledu společnosti příliš nepomohla a zadlužení společnosti nevyřešila. ECM výnos z emise využila pro investice do projektu City a pouze nepatrnou část na pokrytí dluhu, jak bylo avizováno v prospektu emitenta [45]. Evidentní je růst krátkodobých cizích zdrojů na úkor dlouhodobých, což vyplynulo již z vertikální analýzy rozvahy. U koeficientu samofinancování nelze určit optimální hranici. Obecné zlaté pravidlo 50 % nereflexuje rozdílnost nákladů na vlastní a cizí kapitál. Společnost se dostala na hranici 35 % vlastního kapitálu v letech 2005 - 2006. V roce 2005 ECM nerozšiřovalo své investice do nemovitostí a současně probíhala příprava na IPO. Emise sice vyrovnala krátkodobě dopad zvýšení investic na zadlužování v roce 2006, ale v dalších letech zadluženost společnosti začala opět razantně narůstat. Růst zadluženosti plyne ze silné expanzivní strategie firmy, kdy

ECM při obrovské investici do projektu CITY současně expanduje na další trhy v Rusku a Číně. Její portfolio projektů narůstá velice rychle a ve spojení s faktem, že některé budovy z projektů si ECM proti původním plánům nyní ponechává k pronájmu, vznikla společnosti extrémní kapitálová potřeba. Při pohledu na úrokové krytí, které vyjadřuje, kolikrát zisk převyšuje placené úroky, je vidět specifikum oboru společnosti. Obecně lze říci, že dobře fungující společnost dosahuje hodnot kolem 3. Hodnota v roce 2005 8,43 je nadprůměrná, stejně jako v roce 2006. Při takto vysokých hodnotách je pro podnik zdravá i vyšší míra zadluženosti, než je odvětvový průměr. Ve vývoji úrokového krytí je vidět nedostatek v růstu zisku díky již právě zmíněnému ponechání si budov namísto prodeje a také záporným přeceněním budov.

Tabulka 5 Poměrové ukazatele zadluženosti ECM REI A.G. 2004-2008

Zadluženost	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	73,73%	64,20%	64,67%	73,72%	85,94%
Dlouhodobé cizí zdroje/ cizí zdroje	82,65%	86,93%	80,73%	76,10%	69,20%
Krátkodobé cizí zdroje/ cizí zdroje	17,35%	16,42%	48,83%	46,05%	43,24%
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	30,19%	54,06%	51,52%	35,03%	15,74%
Úrokové krytí	2,52	8,43	7,78	3,84	-3,16
Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji	70,04%	84,27%	76,13%	74,77%	66,55%
Koef. Samofinancování	26,27%	35,80%	35,33%	26,28%	14,06%

### ***Ukazatelé likvidity***

Okamžitá likvidita udávající momentální platební schopnost podniku dosahuje optima pouze v roce 2006, pokud bereme v úvahu běžný podnik. Dle MPO ve stavebnictvím se doporučené hodnoty pohybují v rozmezí 0,2 - 0,5. V ostatních letech společnost dokáže hotovostí uspokojit věřitele z 20 %. ECM se tedy pohybuje ve spodním pásmu doporučených hodnot. Na vývoji likvidity je patrný nárůst ve využívání krátkodobých cizích zdrojů a současný pokles dlouhodobých cizích zdrojů. Příliš nízké hodnoty pak způsobuje vysoká zadluženost společnosti spolu s vysokým podílem dlouhodobých aktiv ve formě investic do

nemovitostí. Emise akcií zvýšila společnosti peněžní hotovost téměř třináctkrát oproti roku 2005. Na likviditě se to projevilo jen nepatrně vzhledem k současnému vysokému nárůstu cizích zdrojů. Pokles v roce 2008 způsobila hospodářská krize, kdy ECM vykázalo ztrátu. Společnost od roku 2006 postupně navyšuje využívání krátkodobých bankovních půjček a úvěrů k zajištění likvidity, což se projevilo zvýšením nákladových úroků.

**Tabulka 6 Ukazatele likvidity ECM rok 2004-2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
Běžná likvidita	1,02	4,03	2,52	1,14	0,4
Pohotová likvidita	0,84	1,05	1,38	1	0,33
Okamžitá likvidita	0,1	0,26	0,91	0,37	0,19

### ***Řízení aktiv***

Hodnoty obratu zásob jsou ovlivněny především faktem, že se jedná o nemovitosti, které jsou drženy jako zásoby, které byly určeny k pozdějšímu prodeji, ale společnost se je rozhodla držet k pronájmu. Lze spekulovat, že hlavním důvodem tohoto jednání je zvýšená poptávka po kancelářských prostorách k pronájmu, nebo ECM vyčkává na zvýšení cen nemovitostí po odeznění finanční krize. V podstatě všechny uvedené ukazatele ovlivňuje obor podniku, kdy realizace projektů trvá několik let a je náročná na počáteční kapitál. Obrat celkových aktiv vykazuje velmi nízké hodnoty od 0,07 v letech 2005 a 2008 do 0,99 pro rok 2004. Přitom průměrný podnik u hodnot nižších než 1,5 přehodnocuje většinou výši svých aktiv. ECM tvoří podstatnou část aktiv dlouhodobý hmotný majetek a investice do nemovitostí. Snížení aktiv vzhledem k probíhajícím projektům tak není možné. Dle obecných pravidel by obrat stálých aktiv měl dosahovat vyšších hodnot než obrat celkových aktiv, což ECM splňuje, i když v roce 2008 jen velmi těsně. Doba obratu zásob se mění podle termínů dokončených nemovitostí. Z řízení pohledávek plyne, že společnosti jsou uhrazeny pohledávky až za velmi dlouhou dobu. Způsob financování záměru se projeví na ukazatelích aktivity velmi sporadicky, z tohoto důvodu se jimi nebudeme dále zabývat. Některé ukazatele mohou poukázat na vhodnou skladbu kapitálu s časového hlediska.

**Tabulka 7 Ukazatele aktivity ECM 2004-2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv	0,99	0,07	0,08	0,1	0,07
Obrat stálých aktiv	1,13	0,11	0,12	0,14	0,08
Obrat zásob	43,28	0,28	0,56	4,35	3,4
Doba obratu zásob	8	1279	640	83	106
Doba obratu pohledávek	34	338	258	384	193

### ***Rentabilita ECM při financování pomocí akcií.***

Ukazatel rentability vlastního kapitálu ukazuje míru ziskovosti z hlediska vlastníků. S výjimkou roku 2005 a 2008 dosahuje hodnoty kolem 16 %, která je shodná s odvětvovým průměrem. Rok 2008 pak opět postihla krize ve stavebnictví. Ta ve srovnání s celým odvětvím ECM zasáhla s ročním zpožděním. ROE odvětví pro rok 2007 byl pouhých 9 %, zatím co ECM vykázalo skvělých 17 %. ROA bylo v roce 2006 nižší ve srovnání s průměrem odvětví zásluhou emise akcií, která navýšila celkový kapitál společnosti, po využití na rozšíření investic v rámci projektu CITY. V předchozích letech převyšovalo ECM průměr téměř třikrát. Po poklesu 2006 následuje nárůst na 7 %, a to i přes pokles odvětví na 4 %. Rentabilita tržeb dosahuje průměrných hodnot. V roce 2005 výrazně roste hodnota ROS, což způsobilo razantní snížení krátkodobých závazků společnosti. Rentabilita tržeb byla vypočtena z výsledku hospodaření před zdaněním, tudíž se zde neprojevuje změna daně z příjmu právnických osob z roku 2005 a následné snížení v roce 2006 na 24 %. Při porovnání hodnot ROE a ROA získáme informaci, že rentabilita vlastního kapitálu po celé období převyšuje rentabilitu celkového kapitálu. Podnik by případným zvýšením cizího kapitálu ještě více zvyšoval hodnoty ROE. To je pro vlastníky velice žádoucí. Pro ukazatel ROCE platí, že jeho hodnota by měla být vyšší než úroky placené z cizího kapitálu. Ty jsou vypočteny pomocí nákladových úroků v tabulce č. 11. ROCE po celé období s výjimkou posledního roku převyšuje úrokovou míru cizího kapitálu. ECM v roce 2008 vykázala ztrátu přes 90 milionů EUR, a to i přesto, že tržby společnosti rostly. Hlavní příčinou je ztráta společnosti z přecenění, která tvořila většinu ztráty. Společnost tak nesnižuje svou aktivitu, ale snižuje se hodnota podnikových aktiv. Podle předpokladu při opačném vývoji hospodářské krize, resp. jejím odeznění budou aktiva společnosti opět růst. Ztrátu pak ještě dále umocňoval růst

personálních nákladů, kdy ECM vzhledem k expanzivní politice z roku 2007 přijímala nové zaměstnance.

**Tabulka 8 Ukazatele Rentability ECM 2004-2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	15,00%	44,00%	16,00%	17,00%	-97,00%
ROA	8,00%	23,00%	3,00%	7,00%	-11,00%
ROI	10,00%	24,00%	8,00%	6,00%	-11,00%
ROCE	8,00%	20,00%	8,00%	8,00%	-14,00%
ROS	4,00%	223,00%	71,00%	43,00%	-200,00%
Finanční páka	3,81	2,79	2,83	3,8	7,11

### Kapitálová struktura

Pro úplnost uvádím kapitálovou strukturu ECM REI A. G. 2004 - 2006

**Tabulka 9 Kapitálová struktura ECM 2004-2008**

V tis. Euro	2004	2005	2006	2007	2008
Vlastní kapitál	24109	47423	117684	147956	95346
Dlouhodobé bankovní úvěry a leasingy	39501	53167	134488	260388	338144
Krátkodobé bankovní úvěry a leasingy	0	0	15680	28329	41834
Úplatné zdroje celkem	77033	112614	267623	436658	473769
Cizí zdroje/ úplatné zdroje	87,84%	75,51%	80,49%	95,04%	122,97%
Vlastní kapitál/Cizí zdroje/	35,63%	55,77%	54,63%	35,65%	16,37%
Cizí zdroje/ celkový kapitál	73,73%	64,20%	64,67%	73,72%	85,94%

## Náklady na cizí kapitál ECM

Výsledky obou způsobů výpočtu nákladů na cizí kapitál z tabulek č. 10 a 11 nám podávají zcela odlišnou informaci. Při využití ratingu pro určení rizikové přírážky jsou hodnoty uváděny především pro ziskové společnosti. Pokud se podnik dostane do ztráty jako v tomto případě v roce 2008, dochází automaticky ke snížení ratingu na hodnou D s velmi vysokou rizikovou přírážkou. Úroveň ztráty se dále nedělí. Rozdíl mezi rizikovou přírážkou ratingu C a D je 8 %. Výpočet ratingového hodnocení je velice náročným sofistikovaným procesem přesahující rámec této práce. Z tohoto důvodu bylo použito zjednodušení, které přináší Mařík (2007) využitím hodnot úrokového krytí k odhadu ratingu.

Při využití metody výpočtu pomocí úročených cizích zdrojů dostaneme pouze omezenou informaci, jaké jsou pro podnik současné náklady na cizí kapitál. Nikoliv jakou cenu požaduje investor za riziko, které je vyjádřeno lépe ratinge. Vzhledem k nedostatkům obou použitých metod je k dalším výpočtům použit průměrný výsledek obou výpočtů.

**Tabulka 10 Výpočet úrokové míry úročených cizích zdrojů ECM 2004-2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
Úplatné zdroje celkem	77033	112614	267623	436658	473769
Průměrné úplatné zdroje celkem	78127	94823,5	190119	352141	455214
Nákladové úroky	3034	3606	3191,00	9856,00	23421,00
Úroková míra úročených cizích zdrojů	3,94%	3,20%	1,19%	2,26%	4,94%
Úroková míra průměrných úročených cizích zdrojů	3,88%	3,80%	1,68%	2,80%	5,15%
Daň z příjmu právnických osob	28%	26%	24%	24%	24%
<b>Náklady na cizí kapitál</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,81%</b>	<b>1,28%</b>	<b>2,13%</b>	<b>3,91%</b>

**Tabulka 11 Použití bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky k odhadu úrokové míry úročených cizích zdrojů**

	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba[24]	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Úrokové krytí	2,53	8,43	6,42	2,49	-3,86
Rating[25]	BBB	AA	A+	BB+	D
Riziková přírážka[9]	1,50%	0,50%	0,70%	2,00%	20%
<b>Odhad úrokové míry úročených cizích zdrojů</b>	<b>6,30%</b>	<b>4,03%</b>	<b>4,47%</b>	<b>6,06%</b>	<b>25,02%</b>

### **Náklady vlastního kapitálu ECM**

#### ***Metoda CAPM***

V metodě CAPM je využito koeficientu  $\beta_N$ , který odpovídá průměru odvětví stavebnictví v Evropě. Pro získání relevantnějších výsledků bylo nutné  $\beta_N$  upravit pro použití společnosti ECM podle vztahu  $\beta_Z = \beta_N * (1 + (1-d) * (CK/VK))$  [9]. Tento vztah je použit díky metodě oceňování aktiv v tržní hodnotě fair value, kterou ECM používá ve svém účetnictví dle standardu IFRS. Hodnoty udávají, že rizikovost je vyšší oproti průměru ve stavebnictví třikrát. Rizikovou premii lze podle Maříka (2007) odvodit pomocí vypočteného průměrného výnosu akcií na kapitálovém trhu, kdy se obvykle využívá akciový index. Pro naše využití byl použit index PX během doby životnosti záměru. Průměrná výnosnost PX od roku 1999 - 2008 je dle vlastních výpočtů 14,81%. Nižší hodnoty nákladů na vlastní kapitál v letech 2005 a 2006 jsou výsledkem vhodnější kapitálové struktury ve srovnání s dalšími roky. Dalším faktorem je vývoj ekonomiky v témže období, který vedl ke snížení bezrizikové sazby, což snížilo i náklady na kapitál.

**Tabulka 12 Metoda oceňování kapitálových aktiv CAPM**

	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Koeficient $\beta_N$ upravený dle odvětví <a href="http://www.damodaran.com">www.damodaran.com</a>	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%
Koeficient $\beta_Z$	7,43%	5,72%	5,88%	7,70%	13,88%
Riziková prémie	10,01%	11,28%	11,04%	10,75%	9,79%
$r_e$	<b>5,54%</b>	<b>4,18%</b>	<b>4,42%</b>	<b>4,89%</b>	<b>6,38%</b>

### ***Náklady na vlastní kapitál pomocí ROE odvětví***

**Tabulka 13 ROE odvětví ve stavebnictví**

	2004	2005	2006	2007	2008
ROE odvětví[24]	14,63%	15,39%	17,86%	9%	-4,76%

Tento způsob byl vybrán pouze pro doplnění možností výpočtu nákladů na vlastní kapitál. Při použití logické úvahy, že ROE nám říká rentabilitu vlastního kapitálu v odvětví, bychom z pohledu investora požadovali stejnou nebo vyšší prémii. Nepřesnost této metody lze nalézt v posledním roce 2008, kdy jsou hodnoty záporné.

### ***Náklady vlastního kapitálu odvozené z nákladů na cizí kapitál***

Tento způsob využívá ratingu společnosti k ohodnocení rizika s investicí. Jedná se o nejjednodušší metodu, pokud společnost zveřejňuje své ratingové hodnocení. ECM v žádných dostupných zdrojích rating neuvádí, z těchto důvodů jsem pro stanovení ratingu použil metodu jako při výpočtu nákladů na cizí kapitál v tab. č. 12. Vzhledem k vysoké nepřesnosti odhadu nákladů na vlastní kapitál pomocí ROE odvětví, je v dalších výpočtech použita průměrná hodnota ze zbylých dvou metod.



**Tabulka 14 Náklady VK odvozené z nákladů na CK**

	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady na cizí kapitál před využitím daňového štítu.	3,88%	3,80%	1,68%	2,80%	5,15%
Riziková přírážka[9]	1,50%	0,50%	0,70%	2,00%	20%
<b>Náklady vlastního kapitálu.</b>	<b>5,38%</b>	<b>4,30%</b>	<b>2,38%</b>	<b>4,80%</b>	<b>25,15%</b>

***Vážený průměr nákladů na kapitál WACC***

Vážený průměr nákladů na celkový kapitál bude použit k porovnání vlivu emise akcií na cenu kapitálu společnosti. Z následující tabulky je zřetelně vidět vliv zvyšování a posléze snižování podílu vlastního kapitálu na cenu celkového kapitálu.

**Tabulka 15 Výpočet váženého průměru nákladů na kapitál WACC**

	2004	2005	2006	2007	2008
VK/Pasiva celkem	26,27%	35,80%	35,33%	26,28%	14,06%
Závazky celkem/ Pasiva celkem	73,73%	64,20%	64,67%	73,72%	85,94%
Náklady na cizí kapitál	4,55%	3,42%	2,87%	4,09%	14,47%
Náklady na vlastní kapitál <sup>4</sup>	5,46%	4,24%	3,40%	4,84%	15,76%
<b>WACC</b>	<b>4,79%</b>	<b>3,72%</b>	<b>3,06%</b>	<b>4,29%</b>	<b>14,65%</b>

<sup>4</sup> Náklady na vlastní kapitál jsou vypočteny jako průměrná hodnota z výše uvedených metod stanovení nákladů vlastního kapitálu.

## Ukazatel přidané hodnoty společnosti EVA

Z výpočtů EVA (ekonomické přidané hodnoty) společnosti ECM je přes odlišné vypočtené hodnoty shodný trend vývoje v čase, s výjimkou roku 2006, kdy účetní metoda vykazuje podstatně vyšší hodnotu, což zapříčinilo navyšování vlastního kapitálu. U ECM se neshoduje nárůst aktiv společnosti vlivem vysokých investic s růstem hodnoty EVA. Ta sice ukazuje růst hodnoty pro vlastníky společnosti, ale v podstatně nižším měřítku. Z toho vyplývá, že ECM financuje svou expanzi převážně cizími zdroji a s každým dokončeným projektem nedochází ke snižování dluhu společnosti, ale k rozšiřování investic. To by způsobilo růst hodnoty EVA. Pokud ale dochází k již několikrát zmíněnému ohodnocení aktiv jejich tržní hodnotou, které snižuje výrazně jejich účetní cenu, je tento růst vykompenzován a hodnota EVA snížena přes hodnoty EBIT. Při použití jiného způsobu financování investičního záměru bude EVA snížena stejným způsobem. Pokud se na hodnoty EVA podíváme ve srovnání s velikostí vlastního kapitálu, tak u účetního modelu EVA dochází ke ztrátě převyšující vlastní jmění, což může vést až k likvidaci společnosti. Tento vývoj pak zamezuje použití další emise akcií, neboť by investice nepřinášela žádanou přidanou hodnotu.

Tabulka 16 Výpočet hodnoty EVA pomocí ekonomického modelu.

$EVA = EBIT \cdot (1-t) - C \cdot WACC$ [39]	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT	7674	30394	24840	25877	-98148
WACC	4,79%	3,67%	3,06%	4,29%	14,65%
Vlastní kapitál	24109,00	47423,00	62574,00	92846,00	40236,00
<b>EVA</b>	<b>4370,93</b>	<b>20751,14</b>	<b>16964,40</b>	<b>15682,58</b>	<b>-80486,09</b>

Tabulka 17 Výpočet hodnoty společnosti dle účetního modelu EVA

$EVA = (ROE - r_e) \cdot VJ$ [39]	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	0,15	0,44	0,29	0,19	-3,75
$r_e$	5,54%	4,18%	4,42%	4,89%	6,38%
Vlastní jmění	24109	47423	117684	147956	95346
<b>EVA</b>	<b>2280,71</b>	<b>18883,84</b>	<b>28926,73</b>	<b>20876,59</b>	<b>-363630,57</b>

### **Indexové ukazatele finančního zdraví podniku**

Oba indexy shodně viz. tab. č. 18 potvrzují, že hospodaření společnosti ECM není dobré. V letech 2004 - 2005 se hodnoty pohybují v šedé zóně. Výjimkou je index INO1 v roce 2005, který ukazuje na prosperitu podniku. Ve všech zbývajících letech je pak společnost v zóně bankrotu. Na obou modelech je zachyceno, jak ECM vkládá všechny prostředky do nových investic. Projekty přinesou očekávané tržby se ziskem až po jejich dokončení a nemohou být v modelech zachyceny. Tudíž je otázkou, zda za současného vývoje ekonomiky byla expanzivní strategie společnosti správnou volbou.

**Tabulka 18 Indexy finančního zdraví ECM**

	2004	2005	2006	2007	2008
Almanův index	1,44	1,234	0,534	0,446	-0,414
Index INO1	1,406	1,816	0,611	0,697	-0,361

Emise akcií z roku 2006 vedla u společnosti ECM k vyrovnání zadluženosti na průměrné hodnoty odvětví. Tímto krokem společnost získala potřebný kapitál na investiční záměr CITY, který odstartoval zvýšené kapitálové požadavky na expanzi společnosti. Díky úspěšné emisi by se společnost stala finančně stabilnější. Díky dalšímu zadlužování, které převýšilo efekt z emise kmenových akcií, se tomu tak nestalo. ECM začala využívat emise akcií ke snadnějšímu a levnějšímu přístupu k cizímu kapitálu. V uvedených výpočtech je vidět snížení nákladů v roce emise na nejnižší hodnotu za celé sledované období. Nárůst portfolia projektů společnosti od roku 2006 byl velmi rychlý, bohužel díky hospodářské krizi se projekty ECM začaly zpožďovat. Společně s krizí přišel i pokles poptávky po developekmentu. Díky tomu přišel nárůst nákladů na kapitál, který byl způsoben neochotou investorů věnovat se sektoru developekmentu. Další ranou společnosti byl pokles cen na realitním trhu, který ECM postihl velmi výrazně a poslal společnost do červených čísel. Vliv emise kmenových akcií byl pro ECM přínosem po zhodnocení téměř všech ukazatelů finanční analýzy. Pro majitele společnosti měl tento krok následky ve snížení rentability investovaného kapitálu, což bylo ale ve spojení s expanzí ECM očekáváno a akcionáři schváleno.

## **Financování pomocí emise obligací**

Hodnocení vlivu emise dluhopisů na finanční situaci ECM bylo provedeno simulací v účetních výkazech, kde v hodnotě emise akcií v roce 2006 byl zaveden cizí kapitál v podobě dluhopisů. Emise akcií byla z výkazů anulována. Pohyby základního kapitálu byly upraveny dle konsolidovaných přehledů o změnách vlastního kapitálu, tak aby zůstaly zachovány ostatní pohyby nesouvisející s emisí akcií. Obdobným způsobem pak byl upraven výkaz zisku a ztrát, kde byla řešena otázka změn položek, na něž má emise obligací přímý dopad. Roky 2004-2005 byly ponechány v původní podobě. Jako použité obligace byly zvoleny pětileté dluhopisy, s pevnou úrokovou 4,30 % sazbou. Pětileté období bylo zvoleno v návaznosti na harmonogram investičního záměru CITY s termínem dokončení 2010. Sazba byla zvolena na základě vypočtených průměrných nákladů na cizí kapitál v letech 2005 - 2006 při použití ratingového hodnocení.

### ***Horizontální analýza rozvahy***

Z upravené rozvahy je nejzřetelnější rozdíl v růstu jednotlivých částí pasiv. Vlastní jmění ECM roste velmi pomalým tempem kolem 30 % v období od emise cenných papírů. Základní kapitál roste pouze o cca 15 %. Růst krátkodobých závazků převyšuje tempo růstu dlouhodobých závazků. Emise dluhopisů v dalších letech ale tento rozdíl začíná vyrovnávat. Horizontální analýza rozvahy pro emisi dluhopisů je přílohou č. 5.

### ***Vertikální analýza rozvahy***

Vydáním obligací se snížil objem základního kapitálu pod 10 % a nejvýznamnější složkou vlastního kapitálu se stal nerozdělený zisk tvořící 80 %. Pohyby základního kapitálu jsou ovlivňovány pouze z nerozděleného zisku, který v posledním roce umožní jeho zvýšení. Nicméně po dosažení ztráty v roce 2008 se snižuje vlastní kapitál na polovinu hodnoty z předchozího roku a tvoří pouze 5,94 % pasiv. Tato hodnota je pro společnost kritická a další fungování závisí pouze na schopnosti ECM dostát svým závazkům. Ztráta bez restrukturalizace by v dalších letech pro společnost byla likvidační. Vertikální analýza rozvahy pro emisi dluhopisů je přílohou č. 6.

## **Analýza poměrových ukazatelů**

### ***Zadluženost***

Z prvního pohledu při srovnání s emisí akcií je vidět nárůst celkové zadluženosti společnosti. Ovšem dosažené hodnoty mimo rok 2008 i přes růst kolem 15 % neznámá pro developera vážné problémy. V roce 2006 společnost dosahuje vysoké hodnoty úrokového krytí i přes svou vysokou zadluženost, což znamená, že společně s cizím kapitálem rostou i příjmy společnosti. U vývoje úrokového krytí je na trendu v posledních letech znát rostoucí míra investic s očekávanými příjmy budoucích let, kdy ECM investuje za pomoci cizího kapitálu do rozvoje, ale zisk společnosti roste pomalejším tempem. Společnosti se navyšuje počet nedokončených projektů.

Tabulka 39 Poměrové ukazatele zadluženosti ECM REI A.G. 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	73,73%	64,20%	81,21%	83,51%	94,06%
Dlouhodobé cizí zdroje/ cizí zdroje	82,65%	86,93%	84,65%	78,90%	71,86%
Krátkodobé cizí zdroje/ cizí zdroje	17,35%	13,07%	15,35%	21,10%	28,14%
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	30,19%	54,06%	27,40%	21,98%	6,64%
Úrokové krytí	2,53	8,43	4,41	2,09	-3,59
Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji	70,04%	84,27%	100,26%	87,82%	75,65%
Koef. Samofinancování	26,27%	35,80%	18,79%	16,49%	5,94%

### ***Rentabilita ECM při financování pomocí obligací.***

Při emisi obligací se ukázala rentabilita vlastního kapitálu jako dvojnásobná při porovnání s odvětvovým průměrem. ROA ale s 8 % průměrem v roce 2006 je velmi nízké. Vyplývá to samozřejmě z vysokého nárůstu cizích zdrojů emisí obligací, použitých na

investice dlouhodobého charakteru. V dalším roce by společnost spíše překvapila. Od roku 2007 se v odvětvových průměrech začíná projevovat pokles celého sektoru a příchod finanční krize. Při porovnání hlavních ukazatelů rentability s emisí akcií došlo k výrazným změnám pouze u rentability vlastního kapitálu, což souvisí také se změnami hodnot finanční páky.

**Tabulka 20 Ukazatele Rentability ECM 2004-2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	15,00%	44,00%	29,00%	19,00%	-375,00%
ROA	8,00%	23,00%	3,00%	7,00%	-11,00%
ROI	10,00%	24,00%	8,00%	6,00%	-11,00%
ROCE	8,00%	20,00%	8,00%	6,00%	-10,00%
ROS	4,00%	223,00%	69,00%	33,00%	-165,00%
Finanční páka	3,81	2,79	5,32	5,59	33,4

### **Náklady na cizí kapitál ECM**

Při ratingovém hodnocení společnosti po vydání dluhopisů došlo ke snížení ze stupně AA na stupeň A v roce 2006, což by mělo za následek zdražení cizích zdrojů o čtvrt procenta. Následující rok dochází ale k ještě vyššímu snížení ratingu na BB, což zdražuje cizí kapitál společnosti téměř o dvě procenta. Ke snížení ratingu došlo také při využití akciového kapitálu, ale ne k tak razantnímu. V tomto případě se vypočtená úroková míra pohybovala kolem 5,26 %. Tato hodnota se potvrdila při emisi obligací v roce 2007, které ECM emitovalo se sazbou 5 %. To znamená, že emise obligací přinesla další dodatečné zdražení kapitálu o 0,5 %. To v peněžním vyjádření znamená 1,760 mil. EUR nákladů ročně. Při srovnání výpočtu s využitím celkových úročených zdrojů se emise dluhopisu projevuje opačně snížením úrokové míry cizích zdrojů, které podnik vlastní. Tento výpočet však nebere v úvahu jiné okolnosti společnosti jako v případě ratingu. Ten reaguje na snížení výnosů v poměru k zadlužování a cizí kapitál společnosti postupně zdražuje.

**Tabulka 21 Výpočet úrokové míry úročených cizích zdrojů ECM 2004-2008**

Náklady na cizí kapitál pomocí úročených cizích zdrojů	2004	2005	2006	2007	2008
Úplatné zdroje celkem	77033	112614	267623	436658	473769
Průměrné úplatné zdroje celkem	78127	94823,5	190118,5	352140,5	455213,5
Nákladové úroky	3034	3606	5478,00	12143,00	27912,00
Úroková míra úročených cizích zdrojů	3,94%	3,20%	2,05%	2,78%	5,89%
Úroková míra průměrných úročených cizích zdrojů	3,88%	3,80%	2,88%	3,45%	6,13%
Daň z příjmu právnických osob	28%	26%	24%	24%	24%
<b>Náklady na cizí kapitál</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,81%</b>	<b>2,19%</b>	<b>2,62%</b>	<b>4,66%</b>

**Tabulka 22 Použití bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky**

**k odhadu úrokové míry úročených cizích zdrojů**

	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba[24]	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Úrokové krytí	2,53	8,43	4,41	2,09	-3,59
Rating[25]	BBB	AA	A	BB	D
Riziková přírážka[25]	1,50%	0,50%	0,85%	2,50%	20%
<b>Odhad úrokové míry cizích zdrojů</b>	<b>6,30%</b>	<b>4,03%</b>	<b>4,62%</b>	<b>6,56%</b>	<b>25,02%</b>

## Náklady vlastního kapitálu ECM

Při zjišťování nákladů na vlastní kapitál je brán ohled především na riziko z pohledu investora. U metody CAPM je riziko odvětví využito k porovnání s finanční situací společnosti, která podle uvedených výpočtů s rostoucím zadlužením zvyšuje koeficient  $\beta_Z$ . Riziko z negativního dopadu je pak zpracováno pomocí výpočtu průměrných výnosů na BCPP, které jsou brány jako investorem požadované ale snížené o bezrizikovou úrokovou sazbu. Při srovnání s emisí akcií se zvyšuje ohodnocení rizika rychleji a přináší to vyšší požadované výnosy potenciálních investorů. U obou způsobů financování je zřejmé, že od roku 2006, který je brán jako rozhodný pro volbu způsobu financování, se náklady na oba druhy kapitálu pouze zvyšují. To je samozřejmě způsobeno strategií společnosti. Při porovnání pak musíme porovnávat změnu hodnot úrokových měr místo trendu vývoje. Zvyšování nákladů v tab. č. 27 je spojeno se sníženým ratingem obdobně jako v tab. č. 25.

### Metoda CAPM

Tabulka 23 Metoda oceňování kapitálových aktiv CAPM

CAPM	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Koeficient $\beta_N$ dle odvětví[25]	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%
Koeficient $\beta_Z$	7,43%	5,72%	10,54%	11,93%	32,09%
Riziková prémie	10,01%	11,28%	11,04%	10,75%	9,79%
$r_e$	<b>5,54%</b>	<b>4,18%</b>	<b>4,93%</b>	<b>5,34%</b>	<b>8,16%</b>

Tabulka 24 Náklady VK odvozené z nákladů na CK

	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady na cizí kapitál před využitím daňového štítu.	3,88%	3,80%	2,88%	3,45%	6,13%
Riziková přírážka [9]	1,50%	0,50%	0,85%	2,50%	20,00%
<b>Náklady vlastního kapitálu.</b>	<b>5,38%</b>	<b>4,30%</b>	<b>3,73%</b>	<b>5,95%</b>	<b>26,13%</b>



### **Vážený průměr nákladů na kapitál WACC**

V tab. č. 24. jsou uvedeny náklady na celkový kapitál společnosti, které se při použití dluhopisů zvýšily ve srovnání s emisí akcií. Rozdíl, který v roce 2006 činí 23 %, se v dalších letech snižuje. V roce 2008 je patrná také ztráta společnosti, kterou nebylo možné pokrýt nerozděleným ziskem minulých let. ECM by se tímto způsobem snížil vlastní kapitál na kritickou hodnotu. Díky použité vysoké finanční páce, se negativní dopad ztráty ještě umocnil.

**Tabulka 25 Výpočet váženého průměru nákladů na kapitál WACC**

	2004	2005	2006	2007	2008
VK/Pasiva celkem	26,27%	34,84%	18,79%	16,46%	2,87%
Závazky celkem/ Pasiva celkem	73,73%	64,20%	81,21%	83,51%	94,06%
Náklady na cizí kapitál	4,55%	3,42%	3,40%	4,59%	14,84%
Náklady na vlastní kapitál <sup>5</sup>	5,46%	4,24%	4,33%	5,65%	17,15%
<b>WACC</b>	<b>4,79%</b>	<b>3,67%</b>	<b>3,58%</b>	<b>4,76%</b>	<b>14,45%</b>

### **Ukazatel přidané hodnoty společnosti EVA**

Výpočet EVA pomocí WACC se použitím dluhopisů místo akcií téměř nezměnil. V případě účetního modelu jsou hodnoty EVA od emise dluhopisů nižší o cca 50 %. Při vykázané ztrátě z posledního roku se efekt navýšení vlastního kapitálu projevuje u emise akcií téměř dvojnásobným poklesem, než u obligací. To odpovídá rozdílu v hodnotách vlastního kapitálu obou způsobů financování. Vývoj hodnot v čase ukazuje, že hodnota společnosti pro její majitele neustále roste. Snižuje se ale tempo růstu a samozřejmě v posledním roce dochází

<sup>5</sup> Náklady na vlastní kapitál jsou vypočteny jako průměrná hodnota z výše uvedených metod stanovení nákladů vlastního kapitálu.

ke snížení hodnoty ECM. Při takovémto postupu si společnost od roku 2006 ztěžuje možnost použití emise akcií v dalších letech.

**Tabulka 26 Výpočet hodnoty EVA pomocí ekonomického modelu.**

$EVA = EBIT * (1-t) - C * WACC [39]$	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT	7674	30394	24162,15	25351,31	-100152,50
WACC	4,79%	3,67%	3,58%	4,76%	14,45%
Vlastní kapitál	24109,00	47423,00	62574,00	92846,00	40236,00
<b>EVA</b>	<b>4370,81</b>	<b>20749,32</b>	<b>16123,59</b>	<b>14845,06</b>	<b>-81930,73</b>

**Tabulka 27 Účetní model výpočtu EVA**

$EVA = (ROE - r_e) * VJ [39]$	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	0,15	0,44	0,29	0,19	-3,75
$r_e$	5,54%	4,18%	4,93%	5,34%	8,16%
Vlastní jmění	24109	47423	62574	92846	40236
<b>EVA</b>	<b>2279,78</b>	<b>18885,89</b>	<b>15059,11</b>	<b>12680,80</b>	<b>-154168,93</b>

### ***Indexové ukazatele finančního zdraví podniku***

Bonita podniku ECM hodnocená po emisi obligací se významně nezměnila. V obou případech a u obou indexů se společnost pohybuje v zóně bankrotu. V případě emise akcií se pak pohybuje u indexu IN01 těsně pod hranicí šedé zóny. Tyto bankrotní modely jsou využívány především bankovními domy při poskytování úvěrů. Vzhledem k výsledkům by společnost nemohla využít klasických bankovních služeb nezávisle na způsobu financování projektu CITY. Případný úvěr by byl poskytnut pouze v případě nějakého způsobu ručení a s vyšší úrokovou mírou.

**Tabulka 28 Indexy finančního zdraví**

	2004	2005	2006	2007	2008
Almanův index	1,44	1,234	0,437	0,485	-0,417
Index IN01	1,406	1,816	0,389	0,666	-0,354

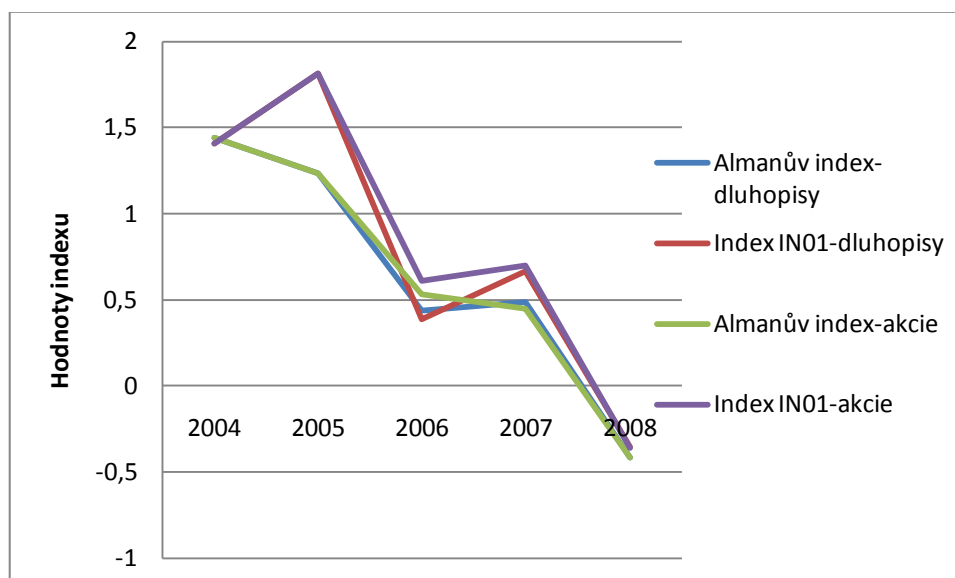
Z finanční analýzy ECM při použití emise dluhopisů dochází ke zhoršení stability podniku, přičemž vysoký podíl cizích zdrojů má vliv na zvýšení nákladů všech typů kapitálu, pokud je budeme hodnotit pomocí úrokových sazeb. Pozitivní vliv přináší v oblasti rentability vlastního kapitálu, což ve spojení se zvyšováním hodnoty společnosti dle výpočtu EVA může být pro investory pozitivní při pozdější případné emise akcií. Tato výhoda ovšem zcela mizí po příchodu finanční krize v posledním roce 2008. ECM se díky časově nevyrovnaným příjmům z developerské činnosti dostává do problémů s likviditou, které částečně zmírňují rostoucí výnosy z pronájmů. Díky zhoršování všech bonitních ukazatelů se společnosti prodraží všechny typy kapitálu potřebného k dokončení již započatých projektů.

## Zhodnocení variant financování a návrh vlastního řešení.

### Porovnání výsledků finanční analýzy

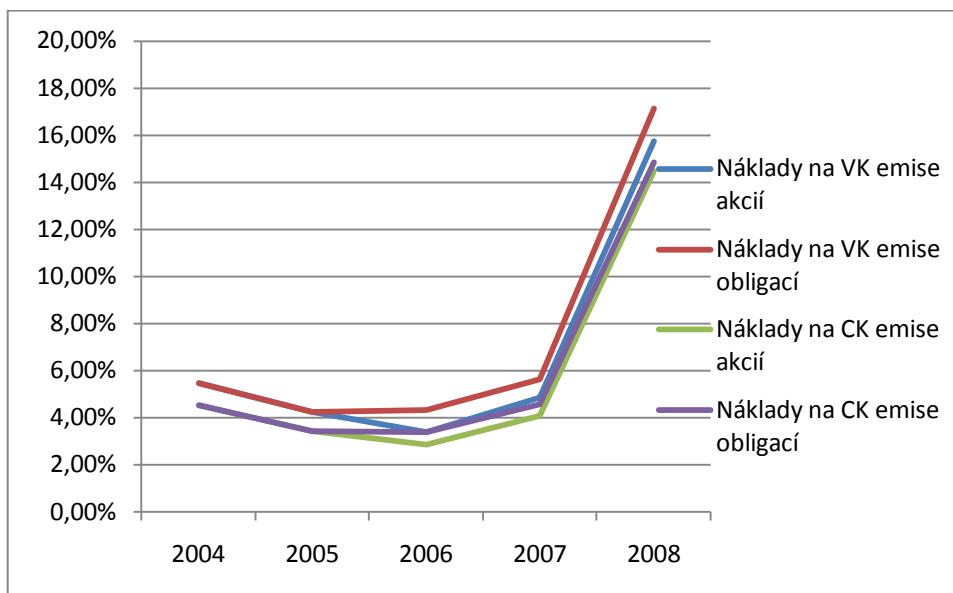
Při porovnání výsledků dopadu financování na finanční zdraví ECM je zřejmé, že použití emise akcií přináší příznivější hodnoty obou z uvedených indexů viz graf č. 3. Díky nepříznivému vývoji ve stavebnictví se výrazně zhoršuje hospodaření ECM nezávisle na způsobu financování. Emise akcií přináší vyšší hodnoty úrokového krytí a ratingu. Díky tomu má společnost levnější zdroje pro řešení své finanční situace. Příznivější ratingové hodnocení zvyšuje možnost dalšího využití emise cenných papírů k získání zdrojů na překonání finanční krize.

Graf 3 Srovnání vývoje indexů finančního zdraví



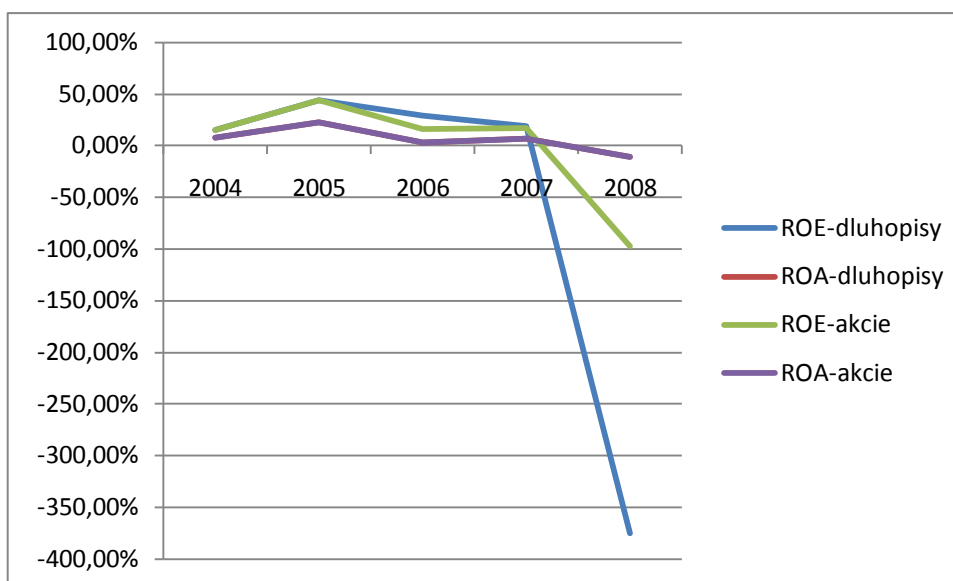
Z grafu č. 4 můžeme odvodit, že emise akcií pozitivně ovlivnila náklady cizího i vlastního kapitálu v roce 2006. Naproti tomu emise obligací náklady na kapitál zvyšuje už v roce emise. V dalších letech se vyvíjí náklady shodným růstem, s rozdílem jejich úrovně. Po celé hodnocené období pak emise akcií nabídla ECM nižší úrokové míry nákladů na kapitál.

**Graf 4 Srovnání nákladů na kapitál při emisi akcií a obligací**



Rentabilita aktiv pro oba způsoby financování je zcela shodná. V grafu č. 5 se obě křivky přesně překrývají. Vzhledem k tomu, že není rozdíl v rentabilitě aktiv a zároveň u emise obligací dochází k vyššímu zvýšení rizika a s tím zdražení kapitálu, pak v tomto případě lze považovat emisi akcií jako výhodnější. Změna rentability vlastního kapitálu je způsobena změnou jeho struktury, kdy při nižší hodnotě vlastního kapitálu roste jeho rentabilita. Tento rozdíl ve prospěch emise obligací je spojen s pozitivním vývojem na trhu. V případě současné hospodářské krize ale vysoká hodnota cizích zdrojů násobí problémy společnosti. Emisí obligací by se ECM vystavilo riziku, že případná další vykázaná ztráta by pro společnost byla kritická.

Graf 5 Porovnání rentability při emisi akcií a obligací



Při hodnocení, jaké cenné papíry by společnost ECM měla použít k financování projektu CITY, bychom měly vycházet především z finanční analýzy. Ta ale není jediným kritériem a společnost musí zvážit i další okolnosti spojené s oběma variantami financování.

### Proces emise CP

Při emisi cenných papírů existuje rozdílný postup pro obligace a akcie. První je v délce celého procesu, kdy emitent obligací nemusí čekat např. na zápis změny výše základního kapitálu do obchodního rejstříku. Emise je tak rychlejší a podnik může rychleji reagovat na změny. Dobu trvání celého procesu ovlivňuje převážně připravenost společnosti na emisi, k čemuž patří i přechod na mezinárodní účetních standardy IFRS. U emise dluhopisů probíhá v kratší lhůtě. Dalším rozdílem je velikost emise CP. Pro veřejně obchodované obligace je vhodný objem 1 miliardy Kč, což ECM splňuje. Veřejnou emisi akcií je možné provést na některém z tzv. Nových trhů, kde se snaží získat kapitál menší společnosti. V případě ECM, která splňuje všechny podmínky pro přijetí na hlavní trh BCPP, není důvod využívat nové trhy.

### Poplatky spojené s emisí

Pokud budeme uvažovat emisi na Burze cenných papírů Praha, musíme vzít v potaz také náklady na poplatky. BCPP požaduje u akcií jednorázový poplatek 50. 000 Kč při přijetí k obchodování a roční poplatek za obchodování na hlavním trhu BCCP. Ten je ve výši 0,05 %

z objemu emise. Maximum je stanoveno na 300 000 Kč ročně, což je případ ECM. Za přijetí dluhopisů je stanoven pouze jednorázový poplatek 100 000 Kč. Při objemu požadovaného kapitálu pro ECM, jsou tyto poplatky zcela zanedbatelné. S akciemi jedále spojen také poplatek za registraci emitenta ve Středisku cenných papírů. Cena je počítána čtvrtletně a její výše se odvíjí jak od objemu emise tak od počtu majitelů cenných papírů emitenta. Pro výpočet byl použit počet 100 000 majitelů, vzhledem k faktu, že se jedná o kombinovanou nabídku i pro drobné investory. Výše poplatků tak zvýhodňuje emisi dluhopisů. Hodnoty provizí jsou vypočteny z průměrných hodnot uváděných BCPP a dále dle objemu emise. Přesná výše je pak dána smlouvou s daným právním, auditorským a emisním poradcem.

**Tabulka 29 Poplatky spojené s emisí CP na BCPP v Kč**

Poplatky emitenta v Kč.	Akcie	Dluhopis
Jednorázový poplatek za přijetí k obchodování	50 000	100 000
Roční poplatek za obchodování na hlavním trhu	0,05% z emise max. 300 000	0
Založení registru emitenta ve SCP	5 800	5800
Zápis nového titulu CP ve SCP	$5\,700 + 0,00061 \times \text{objem emise}$ . tj. 1 027 695	$5\,000 + (0,0009 + 0,000004 \times 60) \times \text{objem emise}$ . tj. 407 096
Vedení registru emitenta (výpočet za čtvrtletí), počet majitelů byl stanoven pro výpočet na 100 000	$3400 + 0,000021 \times \text{objem emise} + 2,3 \times \text{počet majitelů}$ . tj. 268 500	Je zahrnuto v jednorázovém poplatku za přijetí k obchodování.
Právní služby	10 516 500	10 516 500
Auditorské služby	6 300 000	6 300 000
Poplatky pro manažery emise	86 290 115	84 345 516

Emise cenných papírů je spojována také s využitím manažera emise a to v obou případech. Manažer emise požaduje u emise akcií průměrně 5 - 15 %. Poplatek pro manažera tvoří nejpodstatnější část poplatků při úpisu cenných papírů. Z tab. č. 28 je zřejmé, že poplatky BCPP a SCP jsou zanedbatelné.

Společnost může z procesu emise manažera vynechat a využít přímo služeb BCPP. U emise akcií ECM se ale jednalo o tzv. duální listing, který je organizačně náročnější. Vynechání manažera by pro ECM bylo nevýhodné.

### **Mediální přínos emise**

Jakákoliv veřejná emise cenných papírů, přináší emitentovi informační povinnost. To můžeme chápat jako negativní vliv emise. S veřejně obchodovatelnými společnostmi je ale také spojena jejich medializace. Agentura Bison & Rose v průzkumu IPO v České republice vyčíslila hodnotu propagace emitentu spojenou s emisí na BCPP. V období před IPO se jedná o hodnotu 1 – 3 mil. Kč. V době procesu IPO pak přínosy rostou na 20 – 30 mil. Kč. Pro rok následující po úpisu je hodnota medializace také ve výši 20 – 30 mil. Kč. Tento mediální zájem je vnímán jako důvěryhodnější a cílený přesně na investory. U obligací není přínos medializace takový, což vyplývá ze situace na českém kapitálovém trhu, kde jsou obchodovány převážně státní dluhopisy. Volatilita cen dluhopisů je nesrovnatelně nižší ve srovnání s akciemi. Tím je pochopitelná vyšší potřeba investora sledovat hospodaření emitenta akcií více než u emitenta dluhopisu.

### **Načasování emise**

Použití emise akcií je vhodné v době růstu kapitálových trhů. Z tohoto pohledu se jeví rok 2006 jako nejvhodnější. Ve stejném roce ECM vykazuje i nejlepší hospodářské výsledky, což zvyšuje zájem investorů, a tím i případný výnos z emise. Na emisi obligací by v roce 2006 měl hospodářský růst negativní dopad. Investoři požadují vyšší výnos při očekávání striktní politiky centrální banky, což tento způsob prodražuje. Řešením je pak volba plovoucí sazby vázané na některou z úrokových sazeb typu PRIBOR nebo jiné.

### **Kapitálová struktura**

V roce 2005 bylo zadlužení společnosti optimální pro odvětví, ve kterém ECM působí. S plánovanou expanzivní strategií bylo nutné, aby si společnost při financování projektu CITY v roce 2006 negativně neovlivnila možnosti získávání dalšího kapitálu pro rozvoj. Vzhledem k dalším plánovaným záměrům společnosti byla nutnost navýšit vlastní kapitál společnosti. Při použití obligací by ECM nebylo schopné získat další cizí kapitál v příštích letech. Další expanze byla plánovaná už průběhu projektu CITY. Při zachování stejného

vývoje na trhu jako do roku 2006, by si společnost mohla dovolit vysoké zadlužení, a tudíž emitovat dluhopisy. Hodnocení finanční situace ECM je výrazně ovlivněno snížením hodnoty majetku přeceněním. ECM vykazovala po celé období růst tržeb, proti němuž působilo záporné přecenění. Tímto způsobem se zhoršovalo hodnocení výkonů společnosti. To se projevilo zvýšenými náklady na kapitál. Růst zadlužení ECM se při emisi dluhopisů projevil nárůstem vypočtených nákladů jak na vlastní kapitál, tak na cizí kapitál. U emise akcií tento nárůst není tak vysoký, přestože se projevuje příchod finanční krize.

Dalším kritériem při rozhodování je fakt, že společnost musí u dluhopisů po uplynutí jejich doby splatnosti vrátit investorům jistinu. To v případě ECM znamená, že by do doby splatnosti dluhopisu měl být dokončen investiční záměr, kvůli kterému byla emise uvedena na trh. To v případě emise akcií neplatí. Majitel společnosti se ale vzdává podílu na hodnotě a řízení společnosti.

V roce 2006 byla situace ve stavebnictví velmi dobrá. Celé odvětví rostlo rychlým tempem. Investoři měli zájem o cenné papíry developerských společností, což lze snadno dokázat na vývoji cen akcií Orco Property Group. Pozice velkých developerů se zdála být neotřesitelná. Tato situace vedla u společností typu ECM už před rokem 2006 k nárůstu cizího kapitálu. Při volbě způsobu financování se pak nabízí otázka, jaká kapitálová struktura je pro společnost nejvhodnější. Při porovnání zadluženosti ECM s odvětvovým průměrem zjistíme, že společnost využívala k financování hlavně cizí zdroje. Při použití emise dluhopisů, by klesla společnost její finanční stabilita na úroveň, která by začala ohrožovat celou společnost s příchodem krize. Zhodnocením bonity ECM pomocí indexů finančního zdraví dosáhneme pouze úrovně tzv. šedé zóny. S příchodem finanční krize a propadu ekonomiky, se stalo vysoké zadlužení hrozbou. To pro emitenta cenných papírů snižuje zájem investorů. Pokud by proběhla emise obligací v roce 2006, projevil by se nárůst zadlužení negativně na možnosti získat další kapitál v následujících letech. Poptávka po nemovitostech vykazovala neustálý růst. Celá ekonomika ČR rostla tempem přes 6 %. Cizí zdroje se společnosti postupně zdražují. Z finanční analýzy vyplývá, že ECM se potýká s finanční krizí, která je těsně spojena se stavebnictvím. Dále se emise projevuje nárůstem nákladů na vlastní kapitál.



## Závěr

Pro financování investičního záměru CITY bylo pro posouzení možných způsobů nutné vycházet ze situace, která panovala do roku 2006. Celosvětová ekonomika společně s českou ekonomikou rostla rychlým tempem. V ČR růst HDP dosahoval hodnot přes 6 %, ve stavebnictví byl růst ještě rychlejší. Tato situace zapříčinila expanzi společnosti ECM do ostatních regionů ČR a do dalších zemí. Při obrovském růstu investic ECM i do dalších projektů byla společnost nucena řešit otázku financování nejen pro potřeby projektu CITY. Pokud by společnost řešila otázku financování pouze projektu CITY, pomocí emise obligací by bylo možné zajistit potřebný kapitál. Po posouzení finanční situace ECM při profinancování investičního záměru obligacemi bylo zjištěno, že tento způsob financování ovlivní negativně další možnosti získání kapitálu. Zhoršení finanční stability bylo při příchodu finanční krize natolik razantní, že ohrožovalo existenci společnosti. Pokud se vrátíme do roku pomyslné emise obligací, pak situace na kapitálových trzích naznačovala vyšší zájem investorů o akciové tituly s možností vysokého zhodnocení. Pozitivní přínos obligace přinášely ve finanční analýze pouze u zvyšování rentability kapitálu majitelů společnosti. Finanční analýza ukázala shodně na zasažení hospodářskou krizí u obou způsobů financování. U emise obligací se ve srovnání s emisí akcií projevilo rychlejší zhoršení finanční stability společnosti. Se zrychlujícím tempem růstu nákladů na jakýkoliv kapitál se tak snižují možnosti společnosti reagovat na vzniklou situaci a odvracet nepříznivý vývoj hospodaření. ECM by patrně nebylo schopné při financování investičního záměru dluhopisy dokončit projekt CITY, pokud by nesnížilo investiční výdaje tak, že by odprodalo některý ze svých dalších započatých projektů.

Emise akcií v době silného růstu ekonomiky pro ECM zajišťovala vysoký výnos z emise akcií. Kapitálová struktura společnosti se emisí akcií zlepšila natolik, že umožnila společnosti další zadlužování. Toho společnost využila ještě v roce 2006, kdy několikanásobně vzrostly investice také do dalších investičních projektů. Díky tomuto navýšení vlastního kapitálu a současně i investic ECM oddálila podle ukazatelů finanční analýzy vliv hospodářské krize o jeden rok, což vplynulo z porovnání se statistikami odvětví. Při lepším hodnocení finančního zdraví ECM pak po emisí akcií dosáhlo na levnější cizí kapitál k překonání doby na dokončení projektu CITY.

Financování investičního záměru CITY oběma druhy cenných papírů má pozitivní i negativní vliv na společnost ECM. Situace před emisí by při pokračujícím ekonomickém

růstu umožnila použít jak emisi obligací, tak emisi akcií. Hlavním cílem společnosti je přinášet dlouhodobě majitelům zisk. Z toho vyplývá, že vedení společnosti musí počítat i s nepříznivým vývojem ve svém podnikání. Emise obligací ECM neumožňovala překonat bez vážných problémů probíhající krizi. Zvýšení vlastního kapitálu pomocí emise akcií přineslo pro ECM určitou rezervu a možnost použití dodatečného cizího kapitálu za cenu, která umožní dokončení projektu CITY. Z tohoto pohledu byla jedinou možnou variantou financování investičního záměru CITY, při využití emise cenných papírů emise akcií.

## Seznam literatury

1. Brealey, R.A., Myers, S.C. *Teorie a Praxe firemních financí*, East Publishing 1999. ISBN 80-85605-24-4.
2. Draho, J., (2004): *The IPO decision: Why and how companies go public*. Chetenham, Edward Edgar
3. Fotr, J. *Strategické a finanční plánování*, 1. vyd. Grada Publishing 1999. ISBN 80-7169-694-3.
4. Fotr, J. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*, 1. Vyd. Grada Publishing 1995. ISBN 80-85623-20-X.
5. Higgins, C. Robert, (1997): *Analýza pro finanční management*. Praha, Grada
6. Holečková, Jaroslava, (2008): *Finanční analýza firmy*. Praha, ASPI
7. Jílek, Josef, (2006): *Finanční trhy a investování*, Praha: Grada
8. Liška, V., Gazda, J. *IPO kmenové akcie a jejich primární emis*, 1. vyd. HZ Editio 2001. ISBN 80-86009-36-X.
9. Maříková, Pavla, Mařík, (2007): *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha, Economia
10. Revenda, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*, 3. vyd. Management Press 2000. ISBN 80-7261-031-7.
11. Tepper, T., Kápl, M. *Peníze a vy*, 2.vyd. Prospektum Praha 1994 ISBN 80-85431-96-3
12. Valach, J. (2001): *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha, Ekopress
13. Valach, J. a kol. *Základy finančního řízení podniku*, 2. vyd. Praha Nad Zlato 1991. ISBN 80-900983-4-4.
14. Wawrosz, P. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*, 1. vyd. Sagit 1999. ISBN 80-7208-106-3
15. Welch, Ivo, (1996) „*Equity offerings following the IPO: Theory and Evidence*“, Journal of corporate finance 2, L.A. University of California

## Zákony

17. Obchodní zákoník, Computer Press Brno, 2003, ISBN 80-251-0003-0
18. Zákon č. 591/1992 Sb., O cenných papírech

## Webové odkazy

19. [www.cyrrus.cz](http://www.cyrrus.cz)
20. [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)
21. [www.pse.cz](http://www.pse.cz)
22. [www.finance-podniku.cz](http://www.finance-podniku.cz)
23. [www.czso.cz](http://www.czso.cz)
24. [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)
25. [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)
26. [www.ecm.cz](http://www.ecm.cz)
27. [www.patria.cz](http://www.patria.cz)
28. [www.moodys.com](http://www.moodys.com)
29. [www.standartandpoors.com](http://www.standartandpoors.com)
30. [www.business.center.cz](http://www.business.center.cz)
31. [www.penize.cz](http://www.penize.cz)
32. <http://svse.sweb.cz/materialy/priklady11.pdf> dne 5. 9. 2009
33. [http://www.sagit.cz/pages/lexikonheslatxt.asp?cd=152&typ=r&levelid=OB\\_261.HTM](http://www.sagit.cz/pages/lexikonheslatxt.asp?cd=152&typ=r&levelid=OB_261.HTM)
34. <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/orientace-v-pravnich-ukonech/cenne-papiry-charakteristika-druhu-opu/1000818/53927/> dne 1.9.2009
35. <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/orientace-v-pravnich-ukonech/cenne-papiry-charakteristika-druhu-opu/1000818/53927/>
36. <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/dluhopisy/pohled-emitenta/> dne 10.08.2009
37. [www.financninoviny.cz](http://www.financninoviny.cz)
38. <http://business.center.cz/business/pojmy/p535-zatimni-list.aspx>
39. <http://www.fce.vutbr.cz/veda/dk2003texty/pdf/5-2/rp/matyasova.pdf>

## Materiály ECM

40. Výroční zpráva ECM REI A.G.2004
41. Výroční zpráva ECM REI A.G 2005
42. Výroční zpráva ECM REI A.G 2006
43. Výroční zpráva ECM REI A.G 2007
44. Výroční zpráva ECM REI A.G 2008
45. Prospekt emitenta ECM 2006

## Seznam tabulek a grafů

Tabulka č. 1 Podmínky pro přijetí na BCPP nad rámec zákona	31
Tabulka č. 2 Průměrné náklady na IPO v USA	32
Tabulka č. 3 Celkové náklady na development projektu a plánované využití kapitálu	38
Tabulka č. 4 Vývoj cash flow 2004-2008 ECM REI A.G.	40
Tabulka č. 5 Poměrové ukazatele zadluženosti ECM REI A.G. 2004-2008	42
Tabulka č. 6 Ukazatele likvidity ECM rok 2004-2008	42
Tabulka č. 7 Ukazatele aktivity ECM 2004-2008	43
Tabulka č. 8 Ukazatele Rentability ECM 2004-2008	44
Tabulka č. 9 Kapitálová struktura ECM 2004-2008	45
Tabulka 10 Výpočet úrokové míry úročených cizích zdrojů ECM 2004-2008	46
Tabulka 11 Použití bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky k odhadu úrokové míry úročených cizích zdrojů	46
Tabulka 12 Metoda oceňování kapitálových aktiv CAPM	47
Tabulka 4 ROE odvětví ve stavebnictví	47
Tabulka 14 Náklady VK odvozené z nákladů na CK	48
Tabulka 5 Výpočet váženého průměru nákladů na kapitál WACC	49
Tabulka 166 Výpočet hodnoty EVA pomocí ekonomického modelu	50
Tabulka 17 Výpočet hodnoty společnosti dle účetního modelu EVA	50
Tabulka 78 Indexy finančního zdraví ECM	50
Tabulka 89 Poměrové ukazatele zadluženosti ECM REI A.G. 2004-2008 emise obligací	53

Tabulka 9 Ukazatele Rentability ECM 2004-2008 emise obligací	53
Tabulka 21 Výpočet úrokové míry úročených cizích zdrojů ECM emise obligací	54
Tabulka 102 Použití bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky emise obligací	55
Tabulka 113 Metoda oceňování kapitálových aktiv CAPM emise obligací	56
Tabulka 124 Náklady VK odvozené z nákladů na CK emise obligací	56
Tabulka 13 Výpočet váženého průměru nákladů na kapitál WACC emise obligací	57
Tabulka 146 Výpočet hodnoty EVA pomocí ekonomického modelu emise obligací	58
Tabulka 157 Účetní model výpočtu EVA emise obligací	58
Tabulka 168 Indexy finančního zdraví emise obligací	58
Tabulka 29 Poplatky spojené s emisí na BCPP	62
Grafy	
Graf 1 Struktura portfolia ECM	36
Graf 2 Vývoj portfolia ECM	36
Graf 3 Srovnání vývoje indexů finančního zdraví	59
Graf 4 Srovnání nákladů na kapitál při emisi akcií a obligací	60
Graf 5 Porovnání rentability při emisi akcií a obligací	60

### **Seznam symbolů a zkratek**

VK	Vlastní kapitál
CK	Cizí kapitál
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROA	Rentabilita aktiv
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu

ROCE	Rentabilita dlouhodobého kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
EVA	Ukazatel ekonomické přidané hodnoty
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
IPO	Primární emise cenných papírů
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CP	Cenný papír
CF	Cash flow

### **Seznam příloh**

Příloha č. 1 Construction Completion Schedule

Příloha č. 2 Schéma vlastnické struktury

Příloha č. 3 Horizontální analýza rozvahy pro emisi akcií

Příloha č. 4 Vertikální analýza rozvahy pro emisi akcií

Příloha č. 5 Horizontální analýza rozvahy emise dluhopisů

Příloha č. 6 Vertikální analýza rozvahy emise dluhopisů

Příloha č. 7 Finanční analýza pro emisi akcií

Příloha č. 8 Finanční analýza pro emisi dluhopisů

Příloha č. 9 Souhrn prospektu ECM 2006







### Příloha č. 3 Horizontální analýza rozvahy pro emisi akcií

Horizontální analýza rozvahy emise akcií	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006	2008	2008/2007
Investice do nemovitostí	60134	65000	108,09%	200937	309,13%	377283	187,76%	566035	150,03%
Pozemky, Budovy, zařízení	12345	14411	116,74%	14835	102,94%	13967	94,15%	18908	135,38%
Dlouhodobý nehmotný majetek	5	542	10840,00%	634	116,97%	421	66,40%	451	107,13%
Googwill	0	0	0,00%	660		7793	1180,76%	3256	41,78%
Podíly ve společnostech pod podstatným vlivem	2	2299	114950,00%	2909	126,53%	24	0,83%	76	316,67%
Realizovatelná fin. Aktiva- ostatní investice	683	50	7,32%	0	0,00%	317		312	98,42%
Zálohy na nákup podílů	0	333		333	100,00%	211	63,36%	0	0,00%
Poskytnuté úvěry	2007	562	28,00%	1328	236,30%	7802	587,50%	2533	32,47%
Dlouhodobé pohledávky	54	0	0,00%	2		0	0,00%	0	0,00%
Odložené daňové pohledávky	4619	4529	98,05%	6769	149,46%	14531	214,67%	14180	97,58%
<b>Dlouhodobá aktiva celkem</b>	<b>79849</b>	<b>87726</b>	<b>109,86%</b>	<b>228407</b>	<b>260,36%</b>	<b>422349</b>	<b>184,91%</b>	<b>605751</b>	<b>143,42%</b>
Aktiva držaná k prodeji	0	0	0,00%	0	0,00%	27353		0	0,00%
Nemovitosti určené k obchodování - zásoby	2093	33056	1579,36%	47588	143,96%	13534	28,44%	13549	100,11%
Pohledávky z titulu daně z příjmu	4	18	450,00%	17	94,44%	165	970,59%	297	180,00%
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	8601	8729	101,49%	19182	219,75%	62812	327,45%	24700	39,32%
Peníze a peněžní ekvivalenty	1229	2927	238,16%	37901	1294,88%	36753	96,97%	33627	91,49%
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>11927</b>	<b>44730</b>	<b>375,03%</b>	<b>104688</b>	<b>234,04%</b>	<b>140617</b>	<b>134,32%</b>	<b>72173</b>	<b>51,33%</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>91776</b>	<b>132456</b>	<b>144,33%</b>	<b>333095</b>	<b>251,48%</b>	<b>562966</b>	<b>169,01%</b>	<b>677924</b>	<b>120,42%</b>
Základní kapitál	1500	4500	300,00%	6350	141,11%	7229	113,84%	11676	161,52%
emisní ážio	0	0	0,00%	53260		44467	83,49%	67874	152,64%
Rezervní fondy	6	21	350,00%	161	766,67%	175	108,70%	193	110,29%
Kapitálové instrumenty	0	0	0,00%	1656		7438	449,15%	7438	100,00%
Nerozdelený zisk/ ztráta	19925	38585	193,65%	49821	129,12%	75648	151,84%	-29469	-38,96%
Přepočty cizích měn	1089	3042	279,34%	6436	211,57%	12831	199,36%	16873	131,50%
<b>Vlastní kapitál připadající na vlastníky celkem</b>	<b>22520</b>	<b>46148</b>	<b>204,92%</b>	<b>117684</b>	<b>255,01%</b>	<b>147788</b>	<b>125,58%</b>	<b>74585</b>	<b>50,47%</b>
Menšinové podíly	1589	1275	80,24%	0	0,00%	168		20761	12357,74%
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>24109</b>	<b>47423</b>	<b>196,70%</b>	<b>117684</b>	<b>248,16%</b>	<b>147956</b>	<b>125,72%</b>	<b>95346</b>	<b>64,44%</b>
Úročené úvěry a půjčky	39501	53167	134,60%	110461	207,76%	149797	135,61%	221962	148,18%
Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0,00%	24027		80253	334,01%	86015	107,18%
Ostatní dluhopisy	0	0	0,00%	0	0,00%	30338		30167	99,44%
Dlouhodobé závazky z derivátů	0	0	0,00%	0	0,00%	5521		10458	189,42%
Zavazky z titulu fin. Leasingu	13423	12024	89,58%	14469	120,33%	17986	124,31%	12157	67,59%
Odložené daňové závazky	3004	8732	290,68%	24934	285,55%	31908	127,97%	42356	132,74%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>55928</b>	<b>73923</b>	<b>132,18%</b>	<b>173891</b>	<b>235,23%</b>	<b>315803</b>	<b>181,61%</b>	<b>403115</b>	<b>127,65%</b>
Závazky držené k prodeji	0	0	0,00%	0	0,00%	25362		0	0,00%
Závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky	11552	10899	94,35%	24721	226,82%	42414	171,57%	137018	323,05%
Kontokorentní úvěry	0	0	0,00%	229		15	6,55%	1555	10366,67%
úročené úvěry a půjčky	0	0	0,00%	15451		28314	183,25%	40279	142,26%
Rezervy	187	211	112,83%	1119	530,33%	3102	277,21%	611	19,70%
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>11739</b>	<b>11110</b>	<b>94,64%</b>	<b>41520</b>	<b>373,72%</b>	<b>99207</b>	<b>238,94%</b>	<b>179463</b>	<b>180,90%</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>67667</b>	<b>85033</b>	<b>125,66%</b>	<b>215411</b>	<b>253,33%</b>	<b>415010</b>	<b>192,66%</b>	<b>582578</b>	<b>140,38%</b>
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>91776</b>	<b>132456</b>	<b>144,33%</b>	<b>333095</b>	<b>251,48%</b>	<b>562966</b>	<b>169,01%</b>	<b>677924</b>	<b>120,42%</b>

#### Příloha č. 4 Vertikální analýza rozvahy pro emisi akcií

Vertikální analýza rozvahy emise akcií	2004		2005		2006		2007		2008	
Investice do nemovitostí	60134	75,31%	65000	74,09%	200937	87,97%	377283	89,33%	566035	93,44%
Pozemky, Budovy, zařízení	12345	15,46%	14411	16,43%	14835	6,49%	13967	3,31%	18908	3,12%
Dlouhodobý nehmotný majetek	5	0,01%	542	0,62%	634	0,28%	421	0,10%	451	0,07%
Googwill	0	0,00%	0	0,00%	660	0,29%	7793	1,85%	3256	0,54%
Podíly ve společnostech pod podstatným vlivem	2	0,00%	2299	2,62%	2909	1,27%	24	0,01%	76	0,01%
Realizovatelná fin. Aktiva- ostatní investice	683	0,86%	50	0,06%	0	0,00%	317	0,08%	312	0,05%
Zálohy na nákup podílů	0	0,00%	333	0,38%	333	0,15%	211	0,05%	0	0,00%
Poskytnuté úvěry	2007	2,51%	562	0,64%	1328	0,58%	7802	1,85%	2533	0,42%
Dlouhodobé pohledávky	54	0,07%	0	0,00%	2	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Odložené daňové pohledávky	4619	5,78%	4529	5,16%	6769	2,96%	14531	3,44%	14180	2,34%
<b>Dlouhodobá aktiva celkem</b>	<b>79849</b>	<b>87,00%</b>	<b>87726</b>	<b>66,23%</b>	<b>228407</b>	<b>68,57%</b>	<b>422349</b>	<b>75,02%</b>	<b>605751</b>	<b>89,35%</b>
Aktiva držaná k prodeji	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	27353	19,45%	0	0,00%
Nemovitosti určené k obchodování - zásoby	2093	17,55%	33056	73,90%	47588	45,46%	13534	9,62%	13549	18,77%
Pohledávky z titulu daně z příjmu	4	0,03%	18	0,04%	17	0,02%	165	0,12%	297	0,41%
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	8601	72,11%	8729	19,51%	19182	18,32%	62812	44,67%	24700	34,22%
Peníze a peněžní ekvivalenty	1229	10,30%	2927	6,54%	37901	36,20%	36753	26,14%	33627	46,59%
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>11927</b>	<b>13,00%</b>	<b>44730</b>	<b>33,77%</b>	<b>104688</b>	<b>31,43%</b>	<b>140617</b>	<b>24,98%</b>	<b>72173</b>	<b>10,65%</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>91776</b>	<b>100,00%</b>	<b>132456</b>	<b>100,00%</b>	<b>333095</b>	<b>100,00%</b>	<b>562966</b>	<b>100,00%</b>	<b>677924</b>	<b>100,00%</b>
Základní kapitál	1500	6,22%	4500	9,49%	6350	5,40%	7229	4,89%	11676	12,25%
emisní ážio	0	0,00%	0	0,00%	53260	45,26%	44467	30,09%	67874	71,19%
Rezervní fondy	6	0,02%	21	0,04%	161	0,14%	175	0,12%	193	0,20%
Kapitálové instrumenty	0	0,00%	0	0,00%	1656	1,41%	7438	5,03%	7438	7,80%
Nerozdělený zisk/ ztráta	19925	82,65%	38585	81,36%	49821	42,33%	75648	51,19%	-29469	-30,91%
Přepočty cizích měn	1089	4,52%	3042	6,41%	6436	5,47%	12831	8,68%	16873	17,70%
<b>Vlastní kapitál připadající na vlastníky celkem</b>	<b>22520</b>	<b>93,41%</b>	<b>46148</b>	<b>97,31%</b>	<b>117684</b>	<b>100,00%</b>	<b>147788</b>	<b>100,00%</b>	<b>74585</b>	<b>78,23%</b>
Menšinové podíly	1589	6,59%	1275	2,69%	0	0,00%	168	0,11%	20761	21,77%
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>24109</b>	<b>26,27%</b>	<b>47423</b>	<b>35,80%</b>	<b>117684</b>	<b>35,33%</b>	<b>147956</b>	<b>26,28%</b>	<b>95346</b>	<b>14,06%</b>
Úročené úvěry a půjčky	39501	70,63%	53167	71,92%	110461	63,52%	149797	47,43%	221962	55,06%
Vyměnitelné dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%	24027	13,82%	80253	25,41%	86015	21,34%
Ostatní dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	30338	9,61%	30167	7,48%
Dlouhodobé závazky z derivátů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	5521	1,75%	10458	2,59%
Zavazky z titulu fin. Leasingu	13423	24,00%	12024	16,27%	14469	8,32%	17986	5,70%	12157	3,02%
Odložené daňové závazky	3004	5,37%	8732	11,81%	24934	14,34%	31908	10,10%	42356	10,51%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>55928</b>	<b>82,65%</b>	<b>73923</b>	<b>86,93%</b>	<b>173891</b>	<b>80,73%</b>	<b>315803</b>	<b>76,10%</b>	<b>403115</b>	<b>69,20%</b>
Závazky držené k prodeji	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	25362	25,56%	0	0,00%
Závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky	11552	98,41%	10899	98,10%	24721	59,54%	42414	42,75%	137018	76,35%
Kontokorentní úvěry	0	0,00%	0	0,00%	229	0,55%	15	0,02%	1555	0,87%
úročené úvěry a půjčky	0	0,00%	0	0,00%	15451	37,21%	28314	28,54%	40279	22,44%
Rezervy	187	1,59%	211	1,90%	1119	2,70%	3102	3,13%	611	0,34%
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>11739</b>	<b>17,35%</b>	<b>11110</b>	<b>13,07%</b>	<b>41520</b>	<b>19,27%</b>	<b>99207</b>	<b>23,90%</b>	<b>179463</b>	<b>30,80%</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>67667</b>	<b>73,73%</b>	<b>85033</b>	<b>64,20%</b>	<b>215411</b>	<b>64,67%</b>	<b>415010</b>	<b>73,72%</b>	<b>582578</b>	<b>85,94%</b>
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>91776</b>	<b>100,00%</b>	<b>132456</b>	<b>100,00%</b>	<b>333095</b>	<b>100,00%</b>	<b>562966</b>	<b>100,00%</b>	<b>677924</b>	<b>100,00%</b>

## Příloha č. 5 Horizontální analýza rozvahy emise dluhopisů

Horizontální analýza rozvahy při financování obligacemi	2004	2005	2005/2004	2006	2006/2005	2007	2007/2006	2008	2008/2007
Investice do nemovitostí	60134	65000	108,09%	200937	309,13%	377283	187,76%	566035	150,03%
Pozemky, Budovy, zařízení	12345	14411	116,74%	14835	102,94%	13967	94,15%	18908	135,38%
Dlouhodobý nehmotný majetek	5	542	10840,00%	634	116,97%	421	66,40%	451	107,13%
Googwill	0	0	0,00%	660		7793	1180,76%	3256	41,78%
Podíly ve společnostech pod podstatným vlivem	2	2299	114950,00%	2909	126,53%	24	0,83%	76	316,67%
Realizovatelná fin. Aktiva- ostatní investice	683	50	7,32%	0	0,00%	317		312	98,42%
Zálohy na nákup podílů	0	333		333	100,00%	211	63,36%	0	0,00%
Poskytnuté úvěry	2007	562	28,00%	1328	236,30%	7802	587,50%	2533	32,47%
Dlouhodobé pohledávky	54	0	0,00%	2		0	0,00%	0	0,00%
Odložené daňové pohledávky	4619	4529	98,05%	6769	149,46%	14531	214,67%	14180	97,58%
<b>Dlouhodobá aktiva celkem</b>	<b>79849</b>	<b>87726</b>	<b>109,86%</b>	<b>228407</b>	<b>260,36%</b>	<b>422349</b>	<b>184,91%</b>	<b>605751</b>	<b>143,42%</b>
Aktiva držena k prodeji	0	0	0,00%	0	0,00%	27353		0	0,00%
Nemovitosti určené k obchodování - zásoby	2093	33056	1579,36%	47588	143,96%	13534	28,44%	13549	100,11%
Pohledávky z titulu daně z příjmu	4	18	450,00%	17	94,44%	165	970,59%	297	180,00%
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	8601	8729	101,49%	19182	219,75%	62812	327,45%	24700	39,32%
Peníze a peněžní ekvivalenty	1229	2927	238,16%	37901	1294,88%	36753	96,97%	33627	91,49%
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>11927</b>	<b>44730</b>	<b>375,03%</b>	<b>104688</b>	<b>234,04%</b>	<b>140617</b>	<b>134,32%</b>	<b>72173</b>	<b>51,33%</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>91776</b>	<b>132456</b>	<b>144,33%</b>	<b>333095</b>	<b>251,48%</b>	<b>562966</b>	<b>169,01%</b>	<b>677924</b>	<b>120,42%</b>
Základní kapitál	1500	4500	300,00%	5100	113,33%	5979	117,24%	10426	174,38%
emisní ážio	0	0	0,00%	0		-8793		14614	-166,20%
Rezervní fondy	6	21	350,00%	161	766,67%	175	108,70%	193	110,29%
Kapitálové instrumenty	0	0	0,00%	1656		7438	449,15%	7438	100,00%
Nerozdělený zisk/ ztráta	19925	38585	193,65%	49221	127,57%	75048	152,47%	-30069	-40,07%
Přepočty cizích měn	1089	3042	279,34%	6436	211,57%	12831	199,36%	16873	131,50%
<b>Vlastní kapitál připadající na vlastníky celkem</b>	<b>22520</b>	<b>46148</b>	<b>204,92%</b>	<b>62574</b>	<b>135,59%</b>	<b>92678</b>	<b>148,11%</b>	<b>19475</b>	<b>21,01%</b>
Menšinové podíly	1589	1275	80,24%	0	0,00%	168		20761	12357,74%
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>24109</b>	<b>47423</b>	<b>196,70%</b>	<b>62574</b>	<b>131,95%</b>	<b>92846</b>	<b>148,38%</b>	<b>40236</b>	<b>43,34%</b>
Úročené úvěry a půjčky	39501	53167	134,60%	110461	207,76%	149797	135,61%	221962	148,18%
Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0,00%	24027		80253	334,01%	86015	107,18%
Ostatní dluhopisy	0	0	0,00%	55110	0,00%	85448		85277	99,80%
Dlouhodobé závazky z derivátů	0	0	0,00%	0	0,00%	5521		10458	189,42%
Závazky z titulu fin. Leasingu	13423	12024	89,58%	14469	120,33%	17986	124,31%	12157	67,59%
Odložené daňové závazky	3004	8732	290,68%	24934	285,55%	31908	127,97%	42356	132,74%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>55928</b>	<b>73923</b>	<b>132,18%</b>	<b>229001</b>	<b>309,78%</b>	<b>370913</b>	<b>161,97%</b>	<b>458225</b>	<b>123,54%</b>
Závazky držené k prodeji	0	0	0,00%	0	0,00%	25362		0	0,00%
Závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky	11552	10899	94,35%	24721	226,82%	42414	171,57%	137018	323,05%
Kontokorentní úvěry	0	0	0,00%	229		15	6,55%	1555	10366,67%
úročené úvěry a půjčky	0	0	0,00%	15451		28314	183,25%	40279	142,26%
Rezervy	187	211	112,83%	1119	530,33%	3102	277,21%	611	19,70%
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>11739</b>	<b>11110</b>	<b>94,64%</b>	<b>41520</b>	<b>373,72%</b>	<b>99207</b>	<b>238,94%</b>	<b>179463</b>	<b>180,90%</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>67667</b>	<b>85033</b>	<b>125,66%</b>	<b>270521</b>	<b>318,14%</b>	<b>470120</b>	<b>173,78%</b>	<b>637688</b>	<b>135,64%</b>
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>91776</b>	<b>132456</b>	<b>144,33%</b>	<b>333095</b>	<b>251,48%</b>	<b>562966</b>	<b>169,01%</b>	<b>677924</b>	<b>120,42%</b>

Příloha č. 6 Vertikální analýza rozvahy emise dluhopisů

Vertikální analýza rozvahy při financování obligacemi	2004		2005		2006		2007		2008	
Investice do nemovitostí	60134	75,31%	65000	74,09%	200937	87,97%	377283	89,33%	566035	93,44%
Pozemky, Budovy, zařízení	12345	15,46%	14411	16,43%	14835	6,49%	13967	3,31%	18908	3,12%
Dlouhodobý nehmotný majetek	5	0,01%	542	0,62%	634	0,28%	421	0,10%	451	0,07%
Googwill	0	0,00%	0	0,00%	660	0,29%	7793	1,85%	3256	0,54%
Podíly ve společnostech pod podstatným vlivem	2	0,00%	2299	2,62%	2909	1,27%	24	0,01%	76	0,01%
Realizovatelná fin. Aktiva-ostatní investice	683	0,86%	50	0,06%	0	0,00%	317	0,08%	312	0,05%
Zálohy na nákup podílů	0	0,00%	333	0,38%	333	0,15%	211	0,05%	0	0,00%
Poskytnuté úvěry	2007	2,51%	562	0,64%	1328	0,58%	7802	1,85%	2533	0,42%
Dlouhodobé pohledávky	54	0,07%	0	0,00%	2	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Odložené daňové pohledávky	4619	5,78%	4529	5,16%	6769	2,96%	14531	3,44%	14180	2,34%
<b>Dlouhodobá aktiva celkem</b>	<b>79849</b>	<b>87,00%</b>	<b>87726</b>	<b>66,23%</b>	<b>228407</b>	<b>68,57%</b>	<b>422349</b>	<b>75,02%</b>	<b>605751</b>	<b>89,35%</b>
Aktiva držaná k prodeji	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	27353	19,45%	0	0,00%
Nemovitosti určené k obchodování - zásoby	2093	17,55%	33056	73,90%	47588	45,46%	13534	9,62%	13549	18,77%
Pohledávky z titulu daně z příjmu	4	0,03%	18	0,04%	17	0,02%	165	0,12%	297	0,41%
Pohledávky z obchodních vztahů a ostatní pohledávky	8601	72,11%	8729	19,51%	19182	18,32%	62812	44,67%	24700	34,22%
Peníze a peněžní ekvivalenty	1229	10,30%	2927	6,54%	37901	36,20%	36753	26,14%	33627	46,59%
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>11927</b>	<b>13,00%</b>	<b>44730</b>	<b>33,77%</b>	<b>104688</b>	<b>31,43%</b>	<b>140617</b>	<b>24,98%</b>	<b>72173</b>	<b>10,65%</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>91776</b>	<b>100,00%</b>	<b>132456</b>	<b>100,00%</b>	<b>333095</b>	<b>100,00%</b>	<b>562966</b>	<b>100,00%</b>	<b>677924</b>	<b>100,00%</b>
Základní kapitál	1500	6,22%	4500	9,49%	5100	8,15%	5979	6,45%	10426	25,91%
emisní ážio	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	-8793	-9,49%	14614	36,32%
Rezervní fondy	6	0,02%	21	0,04%	161	0,26%	175	0,19%	193	0,48%
Kapitálové instrumenty	0	0,00%	0	0,00%	1656	2,65%	7438	8,03%	7438	18,49%
Nerozdělený zisk/ ztráta	19925	82,65%	38585	81,36%	49221	78,66%	75048	80,98%	-30069	-74,73%
Přepočty cizích měn	1089	4,52%	3042	6,41%	6436	10,29%	12831	13,84%	16873	41,94%
<b>Vlastní kapitál připadající na vlastníky celkem</b>	<b>22520</b>	<b>93,41%</b>	<b>46148</b>	<b>97,31%</b>	<b>62574</b>	<b>100,00%</b>	<b>92678</b>	<b>100,00%</b>	<b>19475</b>	<b>48,40%</b>
Menšinové podíly	1589	6,59%	1275	2,69%	0	0,00%	168	0,18%	20761	51,60%
<b>Vlastní kapitál celkem</b>	<b>24109</b>	<b>26,27%</b>	<b>47423</b>	<b>35,80%</b>	<b>62574</b>	<b>18,79%</b>	<b>92846</b>	<b>16,49%</b>	<b>40236</b>	<b>5,94%</b>
Úročené úvěry a půjčky	39501	70,63%	53167	71,92%	110461	48,24%	149797	40,39%	221962	48,44%
Vyměnitelné dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%	24027	10,49%	80253	21,64%	86015	18,77%
Ostatní dluhopisy	0	0,00%	0	0,00%	55110	24,07%	85448	23,04%	85277	18,61%
Dlouhodobé závazky z derivátů	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	5521	1,49%	10458	2,28%
Závazky z titulu fin. Leasingu	13423	24,00%	12024	16,27%	14469	6,32%	17986	4,85%	12157	2,65%
Odložené daňové závazky	3004	5,37%	8732	11,81%	24934	10,89%	31908	8,60%	42356	9,24%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>55928</b>	<b>82,65%</b>	<b>73923</b>	<b>86,93%</b>	<b>229001</b>	<b>84,65%</b>	<b>370913</b>	<b>78,90%</b>	<b>458225</b>	<b>71,86%</b>
Závazky držené k prodeji	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	25362	25,56%	0	0,00%
Závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky	11552	98,41%	10899	98,10%	24721	59,54%	42414	42,75%	137018	76,35%
Kontokorentní úvěry	0	0,00%	0	0,00%	229	0,55%	15	0,02%	1555	0,87%
úročené úvěry a půjčky	0	0,00%	0	0,00%	15451	37,21%	28314	28,54%	40279	22,44%
Rezervy	187	1,59%	211	1,90%	1119	2,70%	3102	3,13%	611	0,34%
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>11739</b>	<b>17,35%</b>	<b>11110</b>	<b>13,07%</b>	<b>41520</b>	<b>15,35%</b>	<b>99207</b>	<b>21,10%</b>	<b>179463</b>	<b>28,14%</b>
<b>Závazky celkem</b>	<b>67667</b>	<b>73,73%</b>	<b>85033</b>	<b>64,20%</b>	<b>270521</b>	<b>81,21%</b>	<b>470120</b>	<b>83,51%</b>	<b>637688</b>	<b>94,06%</b>
<b>Vlastní kapitál a závazky celkem</b>	<b>91776</b>	<b>100,00%</b>	<b>132456</b>	<b>100,00%</b>	<b>333095</b>	<b>100,00%</b>	<b>562966</b>	<b>100,00%</b>	<b>677924</b>	<b>100,00%</b>

Příloha č. 7 Finanční analýza pro emisi akcií

(vypočteno pomocí programu MS Office Exel 2007 z účetních závěrek ECM dostupných na www.ecm.cz)

<b>Aktivity</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv	0,99	0,07	0,08	0,1	0,07
Obrat stálých aktiv	1,13	0,11	0,12	0,14	0,08
Obrat zásob	43,28	0,28	0,56	4,35	3,4
Doba obratu zásob	8	1279	640	83	106
Doba obratu pohledávek	34	338	258	384	193

<b>Likvidita</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Běžná likvidita	1,02	4,03	2,52	1,14	0,4
Pohotová likvidita	0,84	1,05	1,38	1	0,33
Okamžitá likvidita	0,1	0,26	0,91	0,37	0,19

Náklady na cizí kapitál pomocí úročených cizích zdrojů	2004	2005	2006	2007	2008
Úplatné zdroje celkem	77033	112614	267623	436658	473769
Průměrné úplatné zdroje celkem	78127	94823,5	190118,5	352140,5	455213,5
Nákladové úroky	3034	3606	3191,00	9856,00	23421,00
Úroková míra úročených cizích zdrojů	3,94%	3,20%	1,19%	2,26%	4,94%
Úroková míra průměrných úročených cizích zdrojů	3,88%	3,80%	1,68%	2,80%	5,15%
Daň z příjmu právnických osob	28%	26%	24%	24%	24%
<b>Náklady na cizí kapitál</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,81%</b>	<b>1,28%</b>	<b>2,13%</b>	<b>3,91%</b>

Odhad úrokové míry úročených cizích zdrojů	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba[1]	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Úrokové krytí	2,53	8,43	6,42	2,49	-3,86
Rating[2]	BBB	AA	A+	BB+	D
Riziková přírážka[3]	1,50%	0,50%	0,70%	2,00%	20%
Odhad úrokové míry úročených cizích zdrojů	<b>6,30%</b>	<b>4,03%</b>	<b>4,47%</b>	<b>6,06%</b>	<b>25,02%</b>

<b>CAPM</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Koeficient $\beta_N$ upravený dle odvětví	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%
Koeficient $\beta_Z$	7,43%	5,72%	5,88%	7,70%	13,88%
Riziková prémie	10,01%	11,28%	11,04%	10,75%	9,79%
<b>re</b>	<b>5,54%</b>	<b>4,18%</b>	<b>4,42%</b>	<b>4,89%</b>	<b>6,38%</b>

<b>Náklady na cizí kapitál</b>	6,30%	4,03%	4,47%	6,06%	25,02%
Odhad úrokové míry úročených cizích zdrojů	2,80%	2,81%	1,28%	2,13%	3,91%
Průměrné náklady na cizí kapitál	4,55%	3,42%	2,87%	4,09%	14,47%
Náklady vlastního kapitálu.	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady na cizí kapitál před využitím daňového štítu.	3,88%	3,80%	1,68%	2,80%	5,15%
Riziková přírůžka[1]	1,50%	0,50%	0,70%	2,00%	20%
<b>Náklady vlastního kapitálu.</b>	<b>5,38%</b>	<b>4,30%</b>	<b>2,38%</b>	<b>4,80%</b>	<b>25,15%</b>

re	5,54%	4,18%	4,42%	4,89%	6,38%
Náklady vlastního kapitálu.	5,38%	4,30%	2,38%	4,80%	25,15%
<b>Průměrné náklady vlastního kapitálu</b>	<b>5,46%</b>	<b>4,24%</b>	<b>3,40%</b>	<b>4,84%</b>	<b>15,76%</b>

Výpočet WACC	2004	2005	2006	2007	2008
VK/Pasiva celkem	26,27%	35,80%	35,33%	26,28%	14,06%
Závazky celkem/ Pasiva celkem	73,73%	64,20%	64,67%	73,72%	85,94%
Náklady na cizí kapitál	4,55%	3,42%	2,87%	4,09%	14,47%
<u>Náklady na vlastní kapitál[1]</u>	5,46%	4,24%	3,40%	4,84%	15,76%
<b>WACC</b>	<b>4,79%</b>	<b>3,67%</b>	<b>3,06%</b>	<b>4,29%</b>	<b>14,65%</b>

<u>EVA=EBIT*(1-t)-C*WACC[1]</u>	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT	7674	30394	24840	25877	-98148
WACC	4,79%	3,67%	3,06%	4,29%	14,65%
Vlastní kapitál	24109,00	47423,00	62574,00	92846,00	40236,00
<b>EVA</b>	<b>4370,93</b>	<b>20751,14</b>	<b>16964,40</b>	<b>15682,58</b>	<b>-80486,09</b>

$EVA = (ROE - re) * VJ[1]$	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	0,15	0,44	0,29	0,19	-3,75
	5,54%	4,18%	4,42%	4,89%	6,38%
Vlastní jmění	24109	47423	117684	147956	95346
<b>EVA</b>	<b>2280,71</b>	<b>18883,84</b>	<b>28926,73</b>	<b>20876,59</b>	<b>-363630,57</b>

Indexy	2004	2005	2006	2007	2008
Almanův index	1,44	1,234	0,534	0,446	-0,414
Index IN01	1,406	1,816	9,61	0,697	-0,361

Vypočteno pomocí softwaru dostupného z [www.finance-podniku.cz](http://www.finance-podniku.cz)

Nákladové úroky	3034	3606	3868,85	10381,69	25425,50
EBIT	7674	30394	24840,00	25877,00	-98148,00
úrokové krytí	2,53	8,43	6,42	2,49	-3,86
úplatné zdroje	76199	112059	135613,42	233154,49	308584,14
Tržby	90586	9306	26779	58877	46094

Doplňující data potřebná pro výpočty

#### Příloha č. 8 Finanční analýza pro emisi dluhopisů

(vypočteno pomocí programu MS Exel 2007 z upravených dat rozvahy a výkazu zisků a ztrát)

<b>Zadluženost</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	73,73%	64,20%	81,21%	83,51%	94,06%
Dlouhodobé cizí zdroje/ cizí zdroje	82,65%	86,93%	84,65%	78,90%	71,86%
Krátkodobé cizí zdroje/ cizí zdroje	17,35%	13,07%	15,35%	21,10%	28,14%
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	30,19%	54,06%	27,40%	21,98%	6,64%
Úrokové krytí	2,53	8,43	4,41	2,09	-3,59
Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji	70,04%	84,27%	100,26%	87,82%	75,65%
Koef. Samofinancování	26,27%	35,80%	18,79%	16,49%	5,94%

<b>Rentabilita</b>	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	15,00%	44,00%	29,00%	19,00%	-375,00%
ROA	8,00%	23,00%	3,00%	7,00%	-11,00%
ROI	10,00%	24,00%	8,00%	6,00%	-11,00%
ROCE	8,00%	20,00%	8,00%	6,00%	-10,00%
ROS	4,00%	223,00%	69,00%	33,00%	-165,00%
Finanční páka	3,81	2,79	5,32	5,59	33,4



<b>Náklady na cizí kapitál pomocí úročených cizích zdrojů</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Úplatné zdroje celkem	77033	112614	267623	436658	473769
Průměrné úplatné zdroje celkem	78127	94823,5	190118,5	352140,5	455213,5
Nákladové úroky	3034	3606	5478,00	12143,00	27912,00
Úroková míra úročených cizích zdrojů	3,94%	3,20%	2,05%	2,78%	5,89%
Úroková míra průměrných úročených cizích zdrojů	3,88%	3,80%	2,88%	3,45%	6,13%
Daň z příjmu právnických osob	28%	26%	24%	24%	24%
<b>Náklady na cizí kapitál</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,81%</b>	<b>2,19%</b>	<b>2,62%</b>	<b>4,66%</b>

<b>Náklady na cizí kapitál - Rating</b>	2004	2005	2006	2007	2008
<u>Bezriziková úroková sazba[1]</u>	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Úrokové krytí	2,53	8,43	4,41	2,09	-3,59
<u>Rating[2]</u>	BBB	AA	A	BB	D
<u>Riziková přírážka[3]</u>	1,50%	0,50%	0,85%	2,50%	20%
Odhad úrokové míry úročených cizích zdrojů	6,30%	4,03%	4,62%	6,56%	25,02%

<b>CAPM</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba	4,80%	3,53%	3,77%	4,06%	5,02%
Koeficient $\beta_N$ upravený dle odvětví	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%	2,46%
Koeficient $\beta_Z$ $\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - T) * (CK / VK))$	7,43%	5,72%	10,54%	11,93%	32,09%
Riziková prémie	10,01%	11,28%	11,04%	10,75%	9,79%
<b>re</b>	<b>5,54%</b>	<b>4,18%</b>	<b>4,93%</b>	<b>5,34%</b>	<b>8,16%</b>

<b>Náklady na vlastní kapitál - Riziková přírážka</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady na cizí kapitál před využitím daňového štítu.	3,88%	3,80%	2,88%	3,45%	6,13%
<u>Riziková přírážka[1]</u>	1,50%	0,50%	0,85%	2,50%	20,00%
<b>Náklady vlastního kapitálu.</b>	<b>5,38%</b>	<b>4,30%</b>	<b>3,73%</b>	<b>5,95%</b>	<b>26,13%</b>

<b>Průměrné náklady na cizí kapitál</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady na cizí kapitál	6,30%	4,03%	4,62%	6,56%	25,02%
Odhad úrokové míry úročených cizích zdrojů	2,80%	2,81%	2,19%	2,62%	4,66%
<b>Průměrné náklady na cizí kapitál</b>	<b>4,55%</b>	<b>3,42%</b>	<b>3,40%</b>	<b>4,59%</b>	<b>14,84%</b>

<b>Průměrné náklady vlastního kapitálu</b>	2004	2005	2006	2007	2008
re	5,54%	4,18%	4,93%	5,34%	8,16%
Náklady vlastního kapitálu.	5,38%	4,30%	3,73%	5,95%	26,13%
<b>Průměrné náklady vlastního kapitálu</b>	<b>5,46%</b>	<b>4,24%</b>	<b>4,33%</b>	<b>5,65%</b>	<b>17,15%</b>

<b>Výpočet WACC</b>	2004	2005	2006	2007	2008
VK/Pasiva celkem	26,27%	34,84%	18,79%	16,46%	2,87%
Závazky celkem/ Pasiva celkem	73,73%	64,20%	81,21%	83,51%	94,06%
Náklady na cizí kapitál	4,55%	3,42%	3,40%	4,59%	14,84%
<u>Náklady na vlastní kapitál[1]</u>	5,46%	4,24%	4,33%	5,65%	17,15%
<b>WACC</b>	<b>4,79%</b>	<b>3,67%</b>	<b>3,58%</b>	<b>4,76%</b>	<b>14,45%</b>

<u>EVA=EBIT*(1-t)-C*WACC[1]</u>	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT	7674	30394	24162	25351	-100152
WACC	4,79%	3,67%	3,58%	4,76%	14,45%
Vlastní kapitál	24109,00	47423,00	62574,00	92846,00	40236,00
<b>EVA</b>	<b>4370,81</b>	<b>20749,32</b>	<b>16123,47</b>	<b>14844,83</b>	<b>-81930,35</b>

<u>EVA= (ROE-re)*VJ[1]</u>	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	0,15	0,44	0,29	0,19	-3,75
re	5,54%	4,18%	4,93%	5,34%	8,16%
Vlastní jmění	24109	47423	62574	92846	40236
<b>EVA</b>	<b>2279,78</b>	<b>18885,89</b>	<b>15059,11</b>	<b>12680,80</b>	<b>154168,93</b>

<b>Indexy</b>	2004	2005	2006	2007	2008
Almanův index	1,44	1,234	0,534	0,446	-0,414
Index IN01	1,406	1,816	9,61	0,697	-0,361

Vypočteno pomocí softwarem dostupného na [www.finance-podniku.cz](http://www.finance-podniku.cz)

Doplňující data potřebná k výpočtům

NÚ	3034	3606	5478,00	12143,00	27912,00
EBIT	7674	30394	24162,15	25351,31	-100152,00
úrokové krytí	2,53	8,43	4,41	2,09	-3,59
úplatné zdroje	76199	112059	188490,41	270959,09	302473,41

Příloha č. 9 Souhrn prospektu ECM 2006

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

**2. SHRNUTÍ PROSPEKTU**

*Následující shrnutí by mělo být chápáno jako úvod do tohoto Prospektu a jakékoli rozhodnutí investovat do Nabízených akcií by mělo být založeno na posouzení tohoto Prospektu jako celku, včetně dokumentů, na něž Prospekt odkazuje, a rizik investování do Nabízených akcií uvedených v části „Rizikové faktory“. Toto shrnutí má pouze poskytnout přehled a jeho účelem není, aby obsahovalo všechny informace, které by měl investor posoudit v souvislosti s jakýmkoli rozhodnutím týkajícím se Nabízených akcií. Doporučujeme proto investorům důkladné prostudování celého tohoto Prospektu.*

*Společnost nebo Manažeři emise nesou civilněprávní odpovědnost za toto Shrnutí Prospektu, včetně Shrnutí Retailové nabídky a Kombinovaných nabídek, Shrnutí Warrantů, Shrnutí Rizikových faktorů a Shrnutí Finančních údajů obsažených v tomto shrnutí, avšak pouze pokud je toto shrnutí zavádějící, nepřesné nebo nekonzistentní, je-li čteno společně s ostatními částmi tohoto Prospektu.*

*V případě, kdy bude vznesen nárok týkající se informace obsažené v tomto Prospektu k soudu státu Evropského hospodářského prostoru, navrhovatel může, podle národní legislativy státu, kde byl nárok vznesen, být povinen nést náklady za pořízení překladu tohoto Prospektu, a to před zahájením soudního řízení. V případě, že taková soudní řízení jsou zahájena před soudem v Lucembursku nebo České republice, může být požadován francouzský nebo případně český překlad tohoto Prospektu a náklady na jeho pořízení ponese zpočátku investor, který je v daném řízení navrhovatelem, jemuž tyto náklady nebo jejich část mohou být uhrazeny druhým účastníkem nebo účastníky soudního řízení, avšak pouze za předpokladu, že investor, který je v daném soudním řízení navrhovatelem, bude v takovém soudním řízení úspěšný.*

*Společnost nese odpovědnost za toto Shrnutí Prospektu, včetně Shrnutí Retailové nabídky a Kombinovaných nabídek, Shrnutí Warrantů, Shrnutí Rizikových faktorů a Shrnutí Finančních údajů obsažených v tomto shrnutí, avšak pouze pokud je toto shrnutí zavádějící, nepřesné nebo nekonzistentní, je-li čteno společně s ostatními částmi tohoto Prospektu.*

**2.1 Shrnutí popisu Společnosti**

Společnost je holdingovou společností skupiny zabývající se developerskou a investiční činností v oblasti nemovitostí („Skupina“). Hlavní činností Skupiny je projektování a výstavba komerčních a rezidenčních nemovitostí, přičemž Skupina se zaměřuje na trhy České republiky a Ruska. Skupina také investuje do nemovitostí a zabývá se facility managementem komerčních a rezidenčních nemovitostí v České republice. V roce 2005 Skupina otevřela svou kancelář v Moskvě a vstoupila tak na ruský trh, nyní zvažuje rozšíření svých aktivit i do jiných zemí střední a východní Evropy. Skupina investuje do různých segmentů v oblasti nemovitostí, včetně oblasti kancelářských prostor, maloobchodu, hotelů a rezidenčních staveb a zvažuje investice do skladovacích/logistických prostor a výrobních prostor pro lehký průmysl.

**2.2 Shrnutí Kombinovaných nabídek**

<b>Společnost:</b>	ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G. založená podle právního řádu Lucemburska a zapsaná pod číslem B65.153.
<b>Prodávající akcionář:</b>	ECM Group N.V., která vlastní 100%-ní podíl na základním kapitálu Společnosti.
<b>Hlavní akcionář:</b>	Pan Milan Janků vlastní 100%-ní podíl na základním kapitálu ECM Group N.V.
<b>Retailová nabídka:</b>	Společnost vydává a nabízí k úpisu nové Akcie až do výše 127.500 kusů a Prodávající akcionář nabízí k prodeji stávající Akcie až do výše 31.503 kusů, přičemž tento počet je a předpokládá se, že bude nejméně 10% z celkového počtu Nabízených akcií nabízených v rámci Kombinovaných nabídek. Retailová nabídka zahrnuje veřejnou nabídku retailovým investorům v České republice („Retailová nabídka“). Počet Nabízených akcií nabízených investorům v rámci Retailové nabídky a akcií nabízených institucionálním investorům v rámci Institucionální nabídky bude určen Společností a Vedoucím manažerem emise po uplynutí Období trvání nabídky. Retailová nabídka může být kdykoli ukončena.

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

**Kombinované nabídky:** Retailová nabídka je součástí dvou nabídek („Kombinované nabídky“), které se skládají (i) z veřejné nabídky retailovým investorům v České republice na základě tohoto Prospektu („Retailová nabídka“) a (ii) umístění bez veřejné nabídky vybraným institucionálním investorům (včetně v České republice) mimo Spojené státy americké v souladu s Nařízením S podle zákona o cenných papírech na základě samostatného nabídkového dokumentu pro institucionální nabídku („Institucionální nabídka“).

Společnost vydává a nabízí k úpisu, v rámci Kombinovaných nabídek, nové Akcie až do výše 1.275.000 kusů (s výhradou práva Společnosti vydat další nové Akcie až do výše 127.500 kusů, výhradně pro pokrytí případných navýšení (over-allotment) v rámci Institucionální nabídky) a Prodávající akcionář nabízí k prodeji stávající Akcie až do výše 315.030 kusů.

Kombinované nabídky představují až 44,47% zvýšeného základního kapitálu Společnosti.

Počet Nabízených akcií nabízených investorům v rámci Retailové nabídky a akcií nabízených institucionálním investorům v rámci Institucionální nabídky bude určen Společností a Vedoucím manažerem emise po uplynutí Období trvání nabídky.

Kombinované nabídky mohou být kdykoli ukončeny.

**Nabízené akcie:** Nabízené akcie představují 1.275.000 kusů nových Akcií (s výhradou opce navýšit (over-allotment opce) tento počet až o 127.500 nových Akcií) a existující Akcie až do výše 315.030 kusů, z nichž až 127.500 nových Akcií a až 31.503 existujících Akcií je nabízeno v rámci Retailové nabídky. Předpokládá se, že tento počet Nabízených akcií bude nejméně 10% z celkového počtu Nabízených akcií, které jsou nabízeny v rámci Kombinovaných nabídek.

Společnost v současné době zamýšlí získat přibližně 60 miliónů eur (po odečtení provizí a nákladů vztahujících se ke Kombinovaným nabídkám). Počet vydaných nebo prodaných Nabízených akcií bude záviset na Konečné nabídkové ceně a výši skutečných peněžních prostředků, které mají být získány dle určení Společnosti, Prodávajícího akcionáře a Vedoucího manažera emise na konci Období trvání retailové nabídky.

**Období trvání retailové nabídky:** Období, během kterého retailoví investoři mohou v rámci Retailové nabídky nakupovat Nabízené akcie, bude trvat od 15:00 hod. SEČ dne 29. listopadu 2006 do 15:00 hod. SEČ dne 5. prosince 2006 („Období trvání retailové nabídky“).

Období trvání retailové nabídky může být kdykoli prodlouženo nebo ukončeno.

Jakákoliv změna Období trvání retailové nabídky bude uveřejněna na webových stránkách Společnosti ([www.ecm.cz](http://www.ecm.cz)), společnosti Česká spořitelna, a.s. ([www.csas.cz](http://www.csas.cz)) a brokerjet České spořitelny, a.s. ([www.brokerjet.cz](http://www.brokerjet.cz)). Společnost jakoukoliv změnu Období trvání retailové nabídky oznámí také CSSF a České národní bance a následně po schválení dodatku k tomuto Prospektu ze strany CSSF, uveřejní dodatek k tomuto Prospektu v souladu s příslušnými právními předpisy.

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

Ode dne, kdy budou Akcie přijaty k obchodování do Dne realizace (včetně), budou Nabízené akcie obchodovány podmíněně ("when-issued"). Ode Dne realizace budou nové Nabízené akcie zcela zastupitelné s existujícími Akciemi.

- Příkazy k nákupu:** Po uveřejnění Maximální ceny (viz níže) budou příkazy k nákupu v České republice přijímány společností Česká spořitelna, a.s. a brokerjet České spořitelny, a.s.
- Přednostní alokace:** Ohledně příkazů retailových investorů, které budou obsahovat objednávku k úpisu do výše 100 Nabízených akcií, podaných na určené pobočce společnosti Česká spořitelna, a.s. a prostřednictvím brokerjet České spořitelny, a.s. během Období trvání nabídky, dojde ve srovnání s ostatními investory k přednostní alokaci.
- Maximální cena:** Maximální cena je 55 eur za jednu Nabízenou akcii. Společnost oznámí CSSF a České národní bance jakoukoliv změnu Maximální ceny a následně po schválení dodatku k tomuto Prospektu ze strany CSSF, uveřejní dodatek k tomuto Prospektu způsobem uvedeným níže (viz „Podmínky Retailové nabídky – Změny podmínek Retailové nabídky“).
- Konečná nabídková cena:** Konečná nabídková cena bude určena Společností a Prodávajícím akcionářem se souhlasem Vedoucího manažera emise přibližně 5. prosince 2006 na základě knihy nákupních příkazů vytvořené v průběhu procesu bookbuildingu. Konečná nabídková cena bude pro Kombinované nabídky stejná.
- Konečná nabídková cena bude oznámena formou dodatku k tomuto Prospektu schváleném CSSF a oznámeném Společností České národní bance a vedle toho uveřejněném na webových stránkách Společnosti ([www.ecm.cz](http://www.ecm.cz)), společnosti Česká spořitelna, a.s. ([www.csas.cz](http://www.csas.cz)) a společností brokerjet České spořitelny, a.s. ([www.brokerjet.cz](http://www.brokerjet.cz)) na konci Období trvání retailové nabídky. Konečná nabídková cena bude oznámena Burze cenných papírů Praha a může být publikována ve Věstníku Burzy cenných papírů Praha.
- Dočasný zákaz prodeje (Lock-up) Akcií:** Společnost a Prodávající akcionář se dohodli s Manažery emise, že nevydají ani neprodají Akcie ani neuskuteční jakékoli transakce, které mají na trh pro Akcie podobný účinek, a to po dobu 180 dnů ode Dne realizace s výhradou určitých výjimek (viz „Plán Distribuce – Ujednání o dočasném zakazu prodeje“).
- Přijetí k obchodování:** Společnost podala žádost o přijetí 10.000.000 kusů Akcií, představujících celkovou výši současného schváleného kapitálu Společnosti, k burzovnímu obchodu na hlavním trhu Burzy cenných papírů Praha a lze očekávat, že kotace Akcií a jejich přijetí k obchodování budou schváleny Burzou cenných papírů Praha přibližně 1. prosince 2006. Lze očekávat, že první den podmíněného obchodování bude přibližně 7. prosince 2006, a že první den řádného obchodování bude přibližně 11. prosince 2006.
- Společnost na konci Období trvání retailové nabídky uveřejní v dodatku k tomuto Prospektu počet vydaných Nabízených akcií a celkový počet Akcií vydaných, kótovaných a přijatých k obchodování.
- Použití výtěžku:** Čistý výtěžek z Retailové nabídky a Kombinovaných nabídek bude oznámen společně s Konečnou nabídkovou cenou.
- Společnost má v úmyslu použít čistý výtěžek z nových Nabízených akcií vydaných na základě Kombinovaných nabídek pro (i) financování druhé

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

splátky v rámci reverzního obchodu (viz „Základní informace o Společnosti – Podstatné smlouvy – projekty CITY Tower, CITY Empiria, CITY Point a CITY Element; (ii) refinancování části svého stávajícího dluhu; (iii) financování odložených plateb za zpětné odkoupení 18% svého základního kapitálu; a (iv) pro všeobecné korporátní účely (viz „Informace o Kombinovaných nabídkách – Důvody pro Kombinované nabídky a použití výtěžku“).

Prodávající akcionář se zavázal koupit Warranty až do výše 315.030 kusů, bude-li (a pouze v té míře) určitý Držitel Warrantů mít zájem prodat některé nebo všechny tyto Warranty a tuto koupi bude financovat z peněžních prostředků prodejem příslušného počtu existujících Nabízených akcií v Kombinovaných nabídkách.

<b>Dividendy:</b>	Společnost nemá v úmyslu v letech 2006 a 2007 vyplácet svým akcionářům dividendy ani nezamýšlí vydat svým akcionářům akcie bez odpovídajícího protiplnění.
<b>Hlasovací práva:</b>	S každou Akcií je spojen jeden hlas.
<b>Srážková daň:</b>	Dividendy rozdělované Společností podléhají srážkové dani ve výši 20 % s výjimkou případů, kdy je tato sazba snížena mezinárodní smlouvou o zamezení dvojího zdanění, nebo pokud lze použít výjimku v souvislosti s účastí v lucemburské společnosti (viz “Zdanění — Lucembursko”).
<b>Den realizace a úhrada za Nabízené akcie:</b>	Lze očekávat, že Nabízené akcie budou dodány přibližně 8. prosince 2006. Předpokládá se, že Nabízené akcie budou připraveny k dodání v imobilizované podobě prostřednictvím UNIVYCU přibližně 8. prosince 2006. Kupující Nabízených akcií nebudou mít nárok na vydání jednotlivých listinných akcií.
<b>Uveřejnění tohoto Prospektu:</b>	Poté, co budou tento Prospekt a případný dodatek k němu schváleny CSSF a oznámeny České národní bance, budou uveřejněny na webových stránkách Společnosti ( <a href="http://www.ecm.cz">www.ecm.cz</a> ). Tento Prospekt a každý dodatek k němu budou též uveřejněny na webových stránkách společnosti Česká spořitelna, a.s. a brokerjet České spořitelny, a.s. ( <a href="http://www.csas.cz">www.csas.cz</a> a <a href="http://www.brokerjet.cz">www.brokerjet.cz</a> ). Tištěná verze tohoto Prospektu a každého dodatku k němu budou též k dispozici bezplatně v úředních hodinách v sídle Společnosti.
<b>Identifikační číslo cenných papírů:</b>	ISIN LU0259919230 Společný kód 025991923 (Common Code)

### 2.3 Shrnutí Warrantů

**Warranty:** Dne 31. července 2006 vydala Společnost 1.390.650 Warrantů a dne 10. srpna 2006 vydala Společnost 337.530 Warrantů. Každý Warrant představuje právo opce, jejímž vykonáním se získá jedna Akcie. Budou-li všechny Warranty uplatněny, vydá Společnost 1.728.180 nových Akcií, představujících po Kombinovaných nabídkách (za předpokladu, že všechny nově Nabízené akcie budou vydány) a za předpokladu, že bude plně uplatněna Opce navýšit (Over-allotment opce), 30,91% vydaných a existujících Akcií.

Warranty jsou od Dluhopisů, k nimž byly při emisi připojeny, odděleny a mohou být obchodovány samostatně.

**Kombinované nabídky:** Warranty nejsou součástí Retailové nabídky ani Kombinovaných nabídek.

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

<b>Přijetí k obchodování:</b>	Společnost podala žádost o přijetí Warrantů k burzovnímu obchodu na oficiálním volném trhu Burzy cenných papírů Praha a lze očekávat, že Warranty budou přijaty k obchodování Burzou cenných papírů Praha přibližně 1. prosince 2006. Lze očekávat, že první den řádného obchodování bude přibližně 11. prosince 2006.	
<b>Držitelé Warrantů:</b>	Prodávající akcionář je právním a konečným držitelem 353.895 Warrantů.  Prodávající akcionář může v závislosti na rozhodnutí jednoho Držitele Warrantů požadujícího, aby Proávající akcionář koupil Warranty až do výše 315.030 kusů (spolu s příslušným počtem kusů Dluhopisů (viz „Dluhopisy s Warranty“)) a může tedy držet Warranty až do výše 668.925 kusů.  Dle nejlepšího vědomí Společnosti, žádný Držitel Warrantů, jiný než Proávající akcionář, nevlastní více než 360.040 Warrantů, které je možné uplatnit a získat tak 6,44 % v té době vydaných a existujících Akcií (za předpokladu, že Opce navýšit (Over-allotment opce) bude uplatněna v plném rozsahu a Warranty budou uplatněny v plném rozsahu).	
<b>Dočasný zákaz prodeje (Lock-up) Warrantů:</b>	Držitelé Warrantů souhlasili se změnou podmínek Warrantů tak, že Warranty nebude možné uplatnit po dobu 180 dnů ode Dne realizace (viz „Dluhopisy s Warranty – Další informace týkající se Warrantů“).  Každý z Držitelů Warrantů se dohodl s Manažery emise na tom, že neprodá Warranty ani neuskuteční takové transakce, které by měly na trh s Warranty nebo Akciemi podobný účinek, a to po dobu 180 dní ode Dne realizace, s výhradou určitých výjimek (viz „Dluhopisy s Warranty - Informace týkající se Warrantů“).  Během období dočasného zákazu prodeje (lock-up) nebude Společnost oprávněna splatit nebo podat oznámení o splacení Warrantů za cenu 0,01 eur v případě, že cena Akcií na Burze cenných papírů překročí 88,88 eur.	
<b>Identifikační číslo cenných papírů:</b>	ISIN	XS0258854495
	Společný kód (Common Code)	025885449

## 2.4 Shrnutí rizikových faktorů

### Rizika týkající se podnikání Skupiny

- Skupina nemusí získat veškerá nezbytná povolení a souhlasy pro dokončení svých developerských projektů v oblasti nemovitostí nebo je nemusí získat včas.
- Společnost nemusí efektivně zvládnout svoji expanzi a důsledky vnitřního i vnějšího růstu Společnosti.
- Konkurence na trzích, na nichž Skupina působí, může v budoucnosti zesílit.
- Skupina je vystavena nadměrné nabídce na klíčových trzích, na nichž Skupina působí.
- Budoucí developerské projekty a akvizice portfolií nemovitostí ze strany Společnosti se mohou ukázat jako neúspěšné.
- Neočekávané problémy a nerozpoznatelná rizika se mohou objevit ve stávajících a budoucích developerských projektech Společnosti.

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

- Společnost bude i nadále závislá na své schopnosti rozeznat ziskové developerské projekty.
- Společnost nemusí mít k nemovitostem nebo k akciím vlastnické právo.
- Společnost může mít povinnost odškodnit své dceřiné společnosti v případě jejich negativního finančního výkonu.
- Pojištění nemusí krýt veškeré ztráty týkající se nemovitostí Skupiny a Společnost může utrpět podstatné ztráty, které nebudou kryté pojistným plněním.
- Skupina nemusí být schopna získat a udržet si dostatečně kvalifikované zaměstnance v zemích, kde Skupina působí.
- Společnost je vystavena rizikům financování.
- Společnost je vystavena úrokovým rizikům.
- Společnost je vystavena měnovým rizikům.
- Společnost je vystavena daňovým rizikům.
- Společnost může být vystavena změnám v daňovém právu.

**Rizika týkající se sektoru nemovitostí**

- Společnost čelí řadě obecných rizik týkajících se sektoru nemovitostí.
- Nemovitosti Skupiny mohou být předmětem zvýšení provozních či jiných nákladů.
- Změny v trendech bydlení mohou negativně ovlivnit prodeje developerských projektů.
- Společnost je vystavena rizikům týkajících se nájmu.
- Společnost je vystavena rizikům týkajících se ocenění.
- Společnost je vystavena rizikům spojených s lokalitou.
- Společnosti je vystavena riziku, že investice do nemovitostí nebudou likvidní.
- Společnost je vystavena rizikům koncentrace.
- Společnost je vystavena rizikům spojených s údržbou.
- Společnost je vystavena rizikům nároků z titulu ochrany životního prostředí.
- Společnost je vystavena rizikům spojeným s investováním Společnosti do developerských projektů.

**Rizika týkající se geografických trhů, v nichž Společnost působí a střední a východní Evropy**

- Ekonomický nebo politický vývoj v České republice a v Rusku může mít podstatný negativní dopad.
- Právní řády a procesní ochrana v České republice a Rusku zatím nejsou dostatečně plně vyvinuty.



**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

**Rizika vztahující se ke Kombinovaným nabídkám a Nabízeným akciím**

- Akcionář Společnosti může po Kombinovaných nabídkách a za předpokladu, že dojde k uplatnění Warrantů, které drží, v plném rozsahu, mít takový podíl ve Společnosti, na jehož základě bude moci přijímat rozhodnutí vyžadující kvalifikovanou většinu akcionářů.
- Podíly majitelů Nabízených akcií se mohou snížit a důsledku uplatnění Warrantů.
- Nabízené akcie nebyly obchodovány před Kombinovanými nabídkami a budoucí trh s Nabízenými akciemi je nejistý.
- Výnosy z Nabízených akcií jsou omezeny na zhodnocení kapitálu.
- Cena Akcií se může ukázat jako volatilní.
- Hodnota Akcií akcionářů Společnosti může být zcela znehodnocena v důsledku úpadku Společnosti.
- Majitelé Nabízených Akcií čelí potenciálnímu snížení svých podílů v budoucnosti.
- Burza cenných papírů Praha je podstatně menší a méně likvidní v porovnání s trhy cenných papírů v některých jiných zemích, jako například ve Spojených státech nebo Spojeném království.
- Pravidla použitelná pro nabídky převzetí zahraničních společností, jejichž účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu v České republice jsou nejasná.

**Rizika týkající se Warrantů**

- Podmínky Warrantů obsahují ustanovení pro svolávání schůzí ke změně těchto podmínek.
- V případě podstatného poklesu tržní ceny akcií Společnosti mohou Warranty ztratit svou hodnotu.
- Držitelé Warrantů jsou vystaveni riziku ztráty své investice do Warrantů.

**2.5 Shrnutí finančních údajů**

*Následující finanční údaje byly převzaty z konsolidovaných účetních závěrek Společnosti uvedených na stranách F tohoto Prospektu, sestavených v souladu s mezinárodními účetními standardy IFRS. Auditované finanční údaje ke konci dvou ročních období končících 31. prosince 2005 a 31. prosince 2004 a za tato období (které obsahují odpovídající finanční údaje za období končícího 31. prosince 2003) a zkontrolované, ale neauditované finanční údaje ke konci půlročního období končící 30. června 2006 a za tato období (které obsahují odpovídající údaje z výkazu zisku a ztrát za půlroční období končící 30. června 2005).*

**LZE DISTRIBUOVAT POUZE SPOLEČNĚ S PROSPEKTEM ZE DNE 29. LISTOPADU 2006  
SCHVÁLENÝM COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER (CSSF)  
DNE 29. LISTOPADU 2006**

**Rozvaha**

	K 30. červnu		K 31. prosinci	
	2006 (zkontrolováno, ale neauditováno)		2005 (auditováno)	2004 (auditováno)
	<i>(v tis. eur)</i>			
Investiční majetek	75.801	65.000	60.134	32.666
Ostatní stálá aktiva	24.505	22.726	19.715	21.707
Běžná aktiva celkem	50.019	44.730	11.927	63.778
Vlastní kapitál celkem	63.021	47.423	24.109	18.189
Stálá pasíva celkem	51.800	73.923	55.928	86.728
Krátkodobé závazky celkem	35.504	11.110	11.739	13.234
Rozvaha celkem	150.325	132.456	91.776	118.151

**Výkaz zisků a ztrát**

	Období šesti měsíců končící 30. června		Roční období končící 31. prosince		
	2006 (zkontrolováno, ale neauditováno)	2005 (zkontrolováno, ale neauditováno)	2005 (auditováno)	2004 (auditováno)	2003 (neauditováno)
	<i>(v tis. eur)</i>				
Čistý zisk z nájmu a související zisk	872	509	627	1.578	363
Čistý výnos z ocenění investičního majetku	10.596	17.403	31.656	7.578	2.994
Zisk/(ztráta) z prodeje investičního majetku	-420	—	—	—	—
Zisk/(ztráta) z prodeje obchodního majetku	260	—	1.064	686	-147
Hospodářský výsledek	13.057	(1.261)	(2.451)	(1.960)	(2.152)
Čistý zisk	16.660	11.688	20.710	3.548	(5.560)

**Výkaz peněžních toků**

	Období šesti měsíců končící 30. června		Roční období končící 31. prosince		
	2006 (zkontrolováno, ale neauditováno)	2005 (zkontrolováno, ale neauditováno)	2005 (auditováno)	2004 (auditováno)	2003 (neauditováno)
	<i>(v tis. eur)</i>				
Peněžní toky z provozních činností	(6.416)	(2.226)	(4.994)	18.859	(14.432)
Peněžní toky z investičních činností	(3.210)	(3.912)	(5.577)	(7.459)	1.946
Peněžní toky z finančních činností	9.468	6.053	12.269	(15.546)	17.023