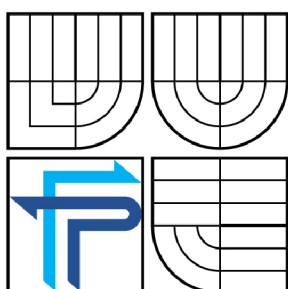




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

PRVOTNÍ VEŘEJNÉ NABÍDKY AKCIÍ Z POHLEDU INVESTORA

INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN INVESTOR'S VIEW

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. LUCIE FLÍDROVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. TOMÁŠ MELUZÍN, Ph.D.

BRNO 2009

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Flídrová Lucie, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

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

Prvotní veřejné nabídky akcií z pohledu investora

v anglickém jazyce:

Initial Public Offerings in Investor's View

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Cíl práce a metodika
Teoretická část
Praktická část
Diskuse výsledků
Závěr
Literatura

Seznam odborné literatury:

GLADIŠ, D. Naučte se investovat. 2. vyd. Praha: GRADA, 2005. 174 s. ISBN 80-247-1205-9.

JEŽEK, T. a kol. 2004. Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

LIŠKA, V., GAZDA, J. IPO Kmenové akcie a jejich primární emise. 1. vyd. Praha: HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X.

VESELÁ, J. Investování na kapitálových trzích. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.

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

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2008/2009.

L.S.

Ing. Martin Slezák
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 13.05.2009

Abstrakt

Ve své práci jsem se zabývala prvotní veřejnou nabídkou akcií. Práce popisuje význam primární emise akcií včetně jejích výhod a nevýhod, seznamuje s jejími specifikami a doporučuje investorům, na co by se měli zaměřit, uvažují-li o takovéto investici.

Klíčová slova

prvotní veřejná nabídka akcií, burza, burzovní index, akcie, podhodnocení, podvýkonnost

Abstract

I considered on initial public offerings in my thesis. The thesis describes signification of initial public offerings including its advantages and disadvantages, informs about its specifications and recommends to investors, what they should focus on, if they think of such type of investment.

Key words

initial public offerings, stock exchange, stock index, underpricing, underperformance

Bibliografická citace VŠKP dle ČSN ISO 690

FLÍDROVÁ, L. *Prvotní veřejné nabídky akcií z pohledu investora*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2009. 105 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Vycházela jsem ze svých znalostí, odborných konzultací a literatury, uvedené v seznamu. Uvedená literatura je úplná. Ve své práci jsem neporušila autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským, ve znění pozdějších předpisů).

V Brně, dne 13. května 2009

.....

podpis

Poděkování

Touto cestou bych ráda poděkovala vedoucímu diplomové práce, panu Ing. Tomáši Meluzínovi, Ph.D., za jeho pomoc a ochotu při zpracování diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD	8
1 VYMEZENÍ PROBLÉMU A CÍL PRÁCE	9
1.1 VÝHODY A NEVÝHODY PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ.....	10
1.1.1 Výhody IPO.....	10
1.1.2 Nevýhody IPO.....	12
1.2 CÍL PRÁCE	14
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	16
2.1 PRŮBĚH PRIMÁRNÍ EMISE A VSTUPU NA TRH.....	16
2.1.1 Fáze I. - příprava	16
2.1.2 Fáze II. – právní povolení a příslušná dokumentace	18
2.1.3 Fáze III. – realizace	18
2.1.4 Určování emisního kurzu IPO.....	20
2.1.5 Druhy emise akcií	22
2.2 IPO VE SVĚTĚ	23
2.3 PODHODNOCENÍ EMISNÍHO KURZU AKCIÍ	27
2.3.1 Teorie podhodnocení emisního kurzu	32
2.4 DLOUHODOBĚ NIŽŠÍ VÝKONNOST FIREM PO USKUTEČNĚNÍ IPO	35
2.4.1 Možné příčiny nižší výkonnosti firem po primární emisi	36
2.4.2 Podvýkonnost IPO firem vzhledem k objemu tržeb	38
3 PRAKTICKÉ VYUŽITÍ TEORETICKÝCH ZNALOSTÍ	40
3.1 INVESTOVÁNÍ DO IPO.....	40
3.1.1 Pro koho je investice do IPO vhodná a jak se o ní dozvědět?.....	41
3.2 VNITŘNÍ HODNOTA AKCIE	42
3.2.1 DCF modely.....	42
3.2.2 Ziskové modely.....	48
3.3 BURZA V ČR, POLSKU A MAĎARSKU	55
3.3.1 Česká republika – Burza cenných papírů Praha (BCPP).....	55
3.3.2 Polsko – Varšavská burza (WSE).....	56
3.3.3 Maďarsko - Budapešťská burza (BSE).....	58
3.4 ANALÝZY VYBRANÝCH BURZ	59
3.4.1 Burza cenných papírů Praha (BCPP).....	60
3.4.2 Varšavská burza (WSE)	64
3.4.3 Budapešťská burza (BSE)	69
3.5 VÝVOJ ČESKÝCH IPO	73
3.5.1 Zentiva	74
3.5.2 ECM.....	77
3.5.3 Pegas.....	79
3.5.4 AAA Auto Group	80
3.5.5 NWR.....	83
4 ZÁVĚR	86
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	88
SEZNAM TABULEK	94
SEZNAM GRAFŮ	95
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ	96
SEZNAM PŘÍLOH	97

Úvod

Ve své práci se budu zabývat prvotní veřejnou nabídkou akcií. Situace na kapitálovém trhu v posledním roce není nejpříznivější pro vstup nových společností na trh, avšak obchodování s cennými papíry v České republice i v zahraničí se stále více rozmáhá. Mnoho lidí své volné finanční prostředky investuje do akcií, popř. jiných instrumentů. Investice do akcií zpravidla přináší vyšší výnosy než např. vklady na bankovních účtech. Akciové trhy totiž krátkodobě kolísají, v současné době jsou některé tituly dokonce na svém historickém minimu, ale v dlouhodobém časovém horizontu je to výhodnější investice, než jiné investiční nástroje. Obchodování na akciových trzích ale není pro každého. S vyšším výnosem je spojena i vyšší míra rizika, což platí v případě prvotní veřejné nabídky obzvlášť. Můžeme dosáhnout ohromných zisků, stejně tak ale můžeme o všechno přijít.

V rámci své práce se zaměřím na specifika investování do prvotních veřejných nabídek akcií – podhodnocení emisního kurzu a dlouhodobě nižší výkonnosti firem po uskutečnění IPO. Popíšu situaci IPO ve světě, především v USA. V kapitole Praktické využití teoretických znalostí pak bude konkrétněji zanalyzována situace na burze v České republice, v Polsku a Maďarsku. Tyto burzy jsem si vybrala proto, že jsou nám, Evropanům, bližší. I když mnoho výzkumů a teorií vychází pouze z dění na burzách v USA, je důležité nezapomenout na to, že i v Evropě jsou prvotní veřejné nabídky akcií v některých zemích na velmi dobré úrovni. V České republice sice tento finanční zdroj pro další růst společnosti zatím moc rozšířený není, avšak do budoucna se to může změnit.

Poslední část diplomové práce obsahuje vývoj českých IPO. Potenciální zájemce o investování do prvotní veřejné nabídky akcií se tak dozví, jak úspěšné či neúspěšné byly společnosti po vstupu na Burzu cenných papírů Praha.

1 Vymezení problému a cíl práce

Prvotní veřejná nabídka akcií neboli IPO pochází z anglického pojmu Initial Public Offering a do češtiny je překládána také jako veřejná nabídka akcií, primární emise akcií nebo prvotní veřejný úpis akcií. Všechny tyto výrazy jsou v podstatě synonyma. IPO je definována jako situace, kdy neveřejně obchodovatelná firma emituje na registrované burze své akcie a tím se stává na tomto trhu obchodovatelnou. Každá taková emise je samozřejmě spojena s navýšením základního kapitálu firmy. Jinak řečeno je IPO jednou z cest, jak získat další zdroje k financování rozvoje podniku nebo jak optimalizovat strukturu pasiv. Zda je pro společnost vstup na veřejně obchodovatelnou burzu tím správným krokem, to je třeba velmi pečlivě zvážit a popřípadě zvolit jinou formu, jak získat potřebné finanční zdroje (8).

Posoudit vhodnost společnosti pro IPO je velmi složitý úkol, který je pro firmu náročný nejen časově, ale i finančně. Společnost musí brát v úvahu mimo jiné i názory investorů a v neposlední řadě také promyslet, zda je pro emisi ten správný čas. Špatné načasování emise může totiž zapříčinit neúspěch a tím pádem zbytečně vynaložené náklady na přípravu společnosti na vstup na burzu. Důležité jsou i další faktory, které mají vliv na úspěch IPO. Jedná se mimo jiné o podnikatelský záměr společnosti a způsob, jakým se společnost prezentuje navenek a v neposlední řadě i o historii a velikost společnosti. Velká společnost s několikaletou historií může pro investory působit důvěryhodněji, než společnost menší, která působí na trhu pouze několik let. Investice do mladých firem, které působí v nových rozvíjejících se odvětvích, jsou pro investory velmi rizikové. Vyžadují proto vysoké výnosy. Společnost s důvěryhodným managementem však může určitou garanci investorům poskytnout a i přes vysoký požadavek na rostoucí potenciál investory přesvědčit, že právě jejich firma je tou správnou volbou pro investici. Velké firmy s dostatečnou reputací mají z tohoto pohledu situaci trochu jednodušší. Není u nich požadovaný tak velký růstový potenciál, společnost však musí být zisková a dostatečně velká. Někteří upisovatelé považují za dostatečně velkou společnost, u které hodnota tržeb přesáhne 50 milionů dolarů. Základním předpokladem pro každou společnost přemýšlející o IPO (pro malé společnosti zvláště) je fungující kapitálový trh. V České republice zatím bohužel není financování rozvoje firmy pomocí IPO tak časté

jako např. v USA, Velké Británii či Japonsku, kde financování podniků prostřednictvím IPO velmi časté a používá se již několik let (6, 8).

1.1 Výhody a nevýhody primární emise akcií

Vstup společnosti na veřejně obchodovanou burzu je velmi důležitý a hlavně nevratný proces. Společnost musí opravdu pečlivě zvážit, zda tento krok udělá nebo ne. V následující části své diplomové práce uvedu hlavní výhody a nevýhody, které by společnost zvažující primární emisi akcií měla vzít v úvahu.

1.1.1 Výhody IPO

Společnost uvažující o vstupu na veřejně obchodovatelný trh uvažuje většinou na samém počátku hlavně o výhodách finančního charakteru. Emise akcií je však spojena i s pozitivními nefinančními efekty.

1. Finanční síla

Finanční síla podniku patří mezi výhody IPO, které jsou nejznámější. Společnost emitující akcie na veřejně obchodovatelné burze má volnost a může používat nový akciový kapitál na dlouhodobé projekty bez omezení, která by byla spojena s úvěrovým financováním. Žádá-li společnost o úvěr, musí projít procesem credit scoring, na základě kterého se zjišťuje pravděpodobnost, že úvěr, půjčka či závazek nebudou splaceny řádně a včas. Jedná-li se o společnost kotovanou na burze, pak obvykle tato společnost dosáhne lepšího bodového ohodnocení než společnost, která na burze kotovaná není. Pro banky jsou takovéto společnosti důvěryhodnější, a proto tyto společnosti ve výsledku mají přístup k většímu množství prostředků s nižšími úrokovými sazbami (2).

2. Pozice společnosti na trhu

Veřejně obchodovatelné společnosti mají větší informační povinnost a jsou více sledované médii než ostatní společnosti v soukromém vlastnictví. Skutečnost, že je firma více na očích veřejnosti, jí může prospět jako reklama při získávání nových zákazníků, investorů i obchodních partnerů. Posilování firemního profilu i jednotlivých

finančních ukazatelů může být důležité při sjednávání výhodnějších podmínek s bankovními a obchodními partnery. Již samo uskutečnění hloubkové účetní, právní i ekonomické prověrky společnosti v průběhu přípravy IPO, tzv. due diligence, může mít pozitivní efekt při hodnocení rizikovosti společnosti. Následná potřeba veřejné prezentace hospodářských výsledků vede obvykle k využívání účinnějších kontrolních a informačních mechanismů i ke zlepšení provozní výkonnosti (2).

3. Diversifikace rizik investic

Emise akcií je spojena s rozředěním vlastnické struktury. Investoři kupující akcie té či oné společnosti mají různé motivy, podle kterých se rozhodují. Mezi častá kritéria patří i diverzifikace rizika jejich investičního portfolia. Majitelé neveřejně obchodovaných společností mají velmi omezenou možnost diverzifikace, protože není snadné zbavit se takovýchto akcií. Je-li však jejich společnost veřejně obchodovaná, mohou snadno část svých akcií prodat a koupit akcie jiné, čímž sníží riziko a mohou zvýšit očekávaný výnos (2, 8).

4. Nezatěžování budoucího cash flow povinnými platbami

Zatímco alternativní způsoby financování, mezi které patří zejména leasing nebo bankovní úvěr, zatěžují budoucí cash flow, IPO generující pouze vlastní kapitál tak nečiní. Je důležité si uvědomit, že dluh je nejenom v plné výši splatný v určitém okamžiku v budoucnu, ale rovněž zatěžuje vlastní zdroje úrokovými platbami. I když dluhový kapitál bezprostředně zvyšuje cizí finanční zdroje, omezuje budoucí výši vlastních finančních toků, odčerpává část výsledku hospodaření na platbu úroků. Vlastní kapitál není zatížen žádnými úroky a ani není nikdy splatný, což ovšem neznamená, že s ním nejsou spojeny žádné náklady (8).

5. Likvidita

Veřejná kotace je spojena s vyšší likviditou aktiv každého vlastníka. Vlastníci mohou sledovat prakticky denně aktuální tržní cenu svých akcií a rozhodovat se, jestli je výhodné akcie prodat, uchovat nebo koupit. Pokud jsou srovnávány tržní ceny neveřejně obchodovatelné společnosti a společnosti veřejně obchodovatelné, dojdeme za jinak nezměněných okolností k závěru, že cena veřejně obchodovatelné společnosti

bude vyšší. Tento rozdíl se nazývá prémie za likviditu, což znamená, že čím delší je doba splatnosti investice, tím vzniká větší riziko a investoři požadují prémii za nižší možnost proměnit investici na hotovost (2, 8).

6. Nástupnictví

Rodinné nebo úzkým okruhem lidí vlastněné společnosti se mohou během své existence dostat do problému s vyhledáním nástupce generálního ředitele, často zakladatele společnosti. Ostatní členové rodiny nemusí chtít převzít firmu a rozhodnou se vydat vlastním směrem, což způsobí komplikace s předáním řízení. Tato situace může být řešena právě primární emisí akcií, čímž dojde k transformaci soukromé společnosti na veřejně vlastněnou společnost a dojde tak k oddělení role vlastníka a managementu. Firma tudíž může bezproblémově fungovat, i když dojde např. ke smrti zakladatele (2).

7. Profesionalizace řízení, větší transparentnost a kontrola kapitálovým trhem

Profesionalizace řízení vyplývá z již zmíněných výhod uvedených dříve. Transparentnost je zejména výhodná pro minoritní akcionáře, zaměstnance, klienty a potenciální investory, kteří se díky vysoké informační povinnosti veřejně obchodované společnosti mohou dozvědět více o finančním zdraví podniku. Mají tak více podkladů k rozhodování o svých aktivech (2, 8).

8. Získání dlouhodobých vlastních finanční zdrojů k financování velmi nebo rizikových nákladných investic popřípadě změny struktury pasiv

Obrovskou výhodou těchto zdrojů je velká volnost, s jakou mohou být použity. Oproti dluhovému financování prakticky neexistují žádná omezení a záleží pouze na firmě, jak s těmito prostředky naloží. Výhodné je tento kapitál použít na nové a nákladné investiční projekty s kladnou čistou současnou hodnotou, nebo ke splacení některých svých závazků, je-li společnost příliš zatížena dluhovým kapitálem (8).

1.1.2 Nevýhody IPO

Emise primárních akcií je logicky spojena i s některými nevýhodami, které mohou společnosti působit problémy, popř. ji omezovat. Nevýhodami IPO jsou zejména:

1. Tržní výkyvy

Společnost je po vstupu na veřejné kapitálové trhy mnohem více a kritičtěji sledována. Cena jejích akcií je sledována potenciálními investory, bankami, analytiky a dalšími zainteresovanými subjekty. Nastane-li recese celého odvětví, může se to neblaze projevit i na ceně akcií společnosti, i když její výsledky nejsou tak špatné. Nálada investorů a aktivity spekulantů mohou výrazně vychylovat tržní cenu akcií firmy od její fundamentální úrovně a tím společnost značně poškozovat. Dobrá výkonnost společnosti se tak nepromítne do adekvátní ceny akcie na burze. Velkou nevýhodou je právě nepředvídatelnost vývoje tržního kurzu akcie a relativní bezmoc společnosti ji adekvátně ovlivnit i v situaci dobrých výsledků (2).

2. Riziko převzetí

Jsou-li akcie podniku volně obchodovány na burze, nemá vlastník s převažujícím podílem akcií plnou kontrolu nad tím, kdo ve skutečnosti vlastní zbylý počet akcií. Tyto akcie mohou být rozděleny mezi minoritní akcionáře, kteří obvykle neznamenají pro vlastníka žádnou hrozbu, ale mohou být také strategicky a skrytě skupovány třetím subjektem s cílem společnost ovládnout. Skutečné rozložení sil pak může být pro vlastníka nemilým překvapením na valné hromadě, která odvolá jím řízené představenstvo (2).

3. Corporate governance neboli správa a řízení společnosti

Akcionáři veřejně obchodovaných společností budou požadovat adekvátní změny ve společnosti a jejím chování dle obecně sdílených pravidel pro správu a řízení společnosti. Společnost tak buduje důvěru ke svým akcionářům a k jiným zainteresovaným stranám. Touto problematikou se zabývá Kodex správy a řízení společnosti, který je založen na Principech OECD. Pokud tento dokument nebyl před primární emisí akcií ve společnosti používán, je vhodné ho do společnosti zavést co nejdříve. Nevýhodou se tak stává pro původní vlastníky to, že se jejich cíle mohou výrazně lišit od cílů akcionářů. (2)

4. Větší informační povinnosti

Společnost kotovaná na burze se musí podřídit regulatorním zvyklostem, zejména přesnému časování a obsahu zpráv o hospodaření. Společnost má povinnost sestavovat účetní závěrky podle mezinárodních účetních standardů (IFRS), které oproti českým účetním standardům kladou větší důraz na věrný a poctivý obraz skutečnosti. Režim publikace ročních, pololetních, čtvrtletních a ad-hoc zpráv dle tuzemských a zejména mezinárodních účetních standardů může být pro některé společnosti nezvykle zatěžující a bude vyvolávat další přidružené náklady. Společnost díky povinnému publikování těchto zpráv může mít za určitých okolností strategickou nevýhodu proti konkurenci, která na burze kotovaná není (2).

5. Náklady na primární emisi akcií

Přímé a nepřímé náklady spojené s primární emisí je bezesporu nutné zvážit, jelikož se zdaleka nejedná o zanedbatelné částky. U malých a středních společností s ročním obratem pod hranicí cca 1 mld. Kč mohou náklady na IPO dosahovat až 10 – 12 % z objemu emise. Nižší náklady na emisi mají větší společnosti, popř. vláda při privatizaci státních podílů, tj. společnosti často předem plně připravené v právní i účetní rovině, ve kterých je většinou i dlouhodobě řešen vztah k veřejnosti a investorům, např. v důsledku předchozích emisí dluhopisů či jiných cenných papírů (2).

1.2 Cíl práce

Možností, jak zúročit volné finanční prostředky, může být právě investice do IPO. Cílem této práce je analyzovat specifika investování do prvotních veřejných nabídek akcií na vybraných akciových trzích, respektive na burze v České republice, Polsku a Maďarsku. Analýza specifík obnáší přiblížení anomálií, které jsou pro IPO typické. Konkrétně se jedná o podhodnocení akcií a dlouhodobě nižší výkonnost firem po uskutečnění IPO. Cílem této práce je také vymezit potenciálního investora, pro kterého je tento způsob „vkladu“ vhodný.

Investoři na českém trhu dosud neměli mnoho příležitostí využít právě tohoto způsobu investování. Důvodem byl kapitálový trh, který dlouho neplnil svoji funkci tak, jak by

měl. V současné době Burza cenných papírů Praha láká firmy, aby provedly kotaci právě na její burze. Mezi důvody, proč by měly společnosti vstoupit právě na pražskou burzu, uvádí mimo jiné vstřícnost a pomoc zainteresovaných orgánů, které mají zájem o oživení trhu a posílení pozice burzy, nebo burzovní implementaci velmi vstřícné poplatkové politiky, která spočívá v úplném zrušení poplatků za přijetí emise akcií na trh BCPP (34).

Polská burza, která je jednou z analyzovaných burz v diplomové práci, je náležitým příkladem dobře fungující burzy, která od roku 2004 má každoročně několik desítek uskutečněných primárních emisí akcií. Pro českou burzu je tak dobrou inspirací, že i postkomunistická země může být co do počtu IPO významnou evropskou burzou.

Kromě již uvedených cílů je účelem této práce i upozornění na makroekonomické faktory, které investorovi mohou pomoci při predikci na burze, doporučení, co je vhodné zvážit před samotnou investicí (vnitřní hodnota akcie, kvalita firmy, odvětví, ve kterém firma podniká, atd.) a popis a vývoj již uskutečněných emisí na BCPP.

2 Teoretická východiska práce

Teoretická část práce zahrnuje průběh primární emise a vstupu na trh, kde jsou přiblíženy jednotlivé fáze tohoto procesu, dále způsoby určování emisního kurzu IPO a druhy emise akcií. V subkapitole IPO ve světě je čtenáři přiblížena situace nejen na americkém a evropském trhu, ale i na trzích rozvojových. Poslední dvě části této kapitoly se zabývají specifiky IPO – podhodnocením emisního kurzu akcií a dlouhodobě nižší výkonností firem po uskutečnění IPO.

2.1 Průběh primární emise a vstupu na trh

Společnost, která se rozhodne vstoupit na burzovní trh, čeká náročný proces. Nejedná se o náročnost pouze časovou, ale i finanční, což jsem se zmínila už dříve (viz. kapitola nevýhody IPO). V této kapitole v krátkosti popíšu harmonogram IPO s tím, že se zaměřím na informace důležité pro investora. Průběh primární emise a vstupu na trh tedy nebude popsán detailně, není to předmětem této práce.

2.1.1 Fáze I. - příprava

První fází je příprava, která může trvat i několik měsíců. Management firmy v této fázi rozhoduje především o tom, zda je provedení IPO pro firmu vůbec výhodné. K tomu je zapotřebí vyjádření všech interních expertů na oblast corporate finance. Je výhodnější realizovat primární emisi než využít jiný zdroj financování? Jaký objem akcií se bude emitovat a na jaké burze? Kdy je nejvýhodnější emisi provést? Kolik bude emise přibližně stát? To jsou všechno otázky, na které by management měl mít kladné, popř. vyjasněné odpovědi. Firma musí splnit všechny podmínky, které jsou na ni kladeny jako na zájemce o vstup na veřejně obchodovaný kapitálový trh. Mezi tyto podmínky patří, např. to, že by společnost měla působit v atraktivním růstovém odvětví, mít přesvědčivé a jasně definované cíle a strategii, implementovány mezinárodní účetní standardy, vyjasněnou vlastnickou strukturu a řízení, atp. Kromě těchto faktorů, které obvykle analyzuje externí poradenská firma, je nutné předpovídat situaci na cílovém kapitálovém trhu, tzn. investorský optimismus, zvážit kroky konkurence i ekonomickou situaci na trhu, na kterém firma působí. V poslední době dochází v České republice ke

zpomalení ekonomického růstu a některé země se dokonce nachází v recesi, což může zapříčinit i neúspěch veřejné emise (2, 8, 54)

Důležitým krokem při realizaci IPO je sestavení interního realizačního týmu, jehož úkolem bude provedení právní, daňové, účetní a finanční due diligence. Due diligence slouží pouze pro interní použití a její výsledky nejsou publikovány přímo v prospektu, jelikož se jedná o přísně tajný interní dokument (lidé, podílející se na sestavení due diligence jsou vázáni závazkem mlčenlivosti), ale jsou klíčovým podkladem pro sestavení jeho nabídkové části. Due diligence, neboli hloubková prověrka, slouží k výčtu podstatných právních rizik v podnikání společnosti a její výsledek je velmi důležitý pro úspěch emise. Společnost by se měla snažit zjištěná případná rizika řešit a nikoliv tajit, jelikož kotace na burze s sebou přináší nemalé informační povinnosti a dříve či později je velice pravděpodobné, že se o těchto eventuálních problémech investoři dozvědí (2).

Dalším krokem je interní ocenění, které by mělo být základem pro budoucí jednání s potenciálními investory o emisním kurzu akcie. Pro oceňování se používají komparativní metody nebo model DCF. Toto ocenění je posledním mezníkem, který může znamenat upuštění od rozhodnutí IPO realizovat. Pokud by se totiž odhadnutá cena neshodovala s představami současných akcionářů, mohlo by z jejich strany dojít k zablokování dalšího průběhu. Nízká cena je výhodná pro budoucí investory, kteří by za akcie mohli zaplatit mnohem méně než investoři současní. Celkem logicky by se proto současní majitelé bránili navýšení základního kapitálu a rozředění vlastnické struktury, což by bylo v jejich neprospěch (2, 8, 54).

Fázi přípravy uzavírá jednání valné hromady společnosti, která schvaluje celkový koncept primární emise akcií. Do 30 dnů od usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu musí představenstvo podat návrh na zápis zmíněného usnesení do obchodního rejstříku (2, 8).

2.1.2 Fáze II. – právní povolení a příslušná dokumentace

Ve druhé fázi musí firma především splnit všechny povinnosti, které jí ukládá legislativa. Nejdůležitějším dokumentem, který bude firma potřebovat, je tzv. prospekt emitenta cenných papírů. Tento dokument je velmi obsáhlý, protože shromažďuje všechny již existující dokumenty. V podstatě jde o kombinaci právního popisu emise a představení firmy potenciálním investorům. Všechny informace v něm obsažené musí být správné a také úplné. Jakékoliv chyby mohou znamenat zamítnutí prospektu akcií Komisí pro cenné papíry, vyjádření nesouhlasu ze strany investorů, přerušení nabídky i v samém závěru a s tím spojené velké finanční ztráty v podobě zbytečně vynaložených nákladů na přípravu emise. Připravený prospekt se dá Komisi, která rozhoduje o jeho schválení. Komise přitom nezkoumá správnost údajů uvedených v prospektu, ale zaměřuje se na to, jestli prospekt obsahuje všechny informace požadované zákonem a vyhláškou. Současně s procesem schválení prospektu Komisí probíhá i jednání s burzou, respektive šestnáctičlenným burzovním výborem pro kotaci BCPP. Výbor se na rozdíl od Komise zabývá i důvěryhodností informací, které o emitentovi má. Jestliže zjistí, že by v případě přijetí emitenta na veřejně obchodovaný trh mohlo dojít k poškození zájmu investorů z titulu zkreslených informací, může žádost o kotaci zamítnout (2, 8).

V této fázi je vypracován i investiční příběh, jehož cílem je zapůsobit na investory, analytiky, zákazníky i obchodní partnery, média i zaměstnance vlastní společnosti. Investiční příběh se používá k cílené mediální kampani na podporu dané primární emise akcií.

2.1.3 Fáze III. – realizace

Předpokladem v pořadí už třetí fáze neboli realizace je, že firma získala všechna potřebná povolení, sestavila předběžný prospekt emitenta a stanovila rozpětí indikativní ceny emitovaných akcií. Nyní je potřeba, aby společnost představila firmu institucionálním investorům, správcům portfolií a obchodníkům s cennými papíry. Společnost toto provádí pomocí tzv. roadshow. Roadshow je komunikace s investory, která probíhá formou meetingů, kde představitelé firmy prezentují podnikatelský záměr neboli investiční příběh. Manažer emise tak testuje, zda trh bude mít o emisi zájem a při

jakém emisním kurzu. Názory a představy velkých investorů by měly být brány velmi vážně a v případě potřeby zpracovány do předběžného prospektu jako tzv. updates. Po roadshow probíhá současně bookbuilding period a pricing, kdy investoři zasílají manažerovi emise nákupní příkazy, které jsou prostřednictvím speciálního programu zpracovány, je určen emisní kurz a tím i objem emise (2, 8, 54).

Přibližně ve stejné době se většinou podepisuje upisovací smlouva s aranžérem emise, tzv. underwriting agreement, kde se aranžér zaváže upsat předpokládaný počet akcií za co nejvyšší cenu. Z hlediska nákladů zastoupení je velmi důležité, jak přesně smlouva motivuje aranžéra tento slib splnit. Aranžér totiž obvykle nemá hlavní zájem na tom, aby byl výtěžek emise maximální, spíše se snaží o to, aby o ni byl velký zájem a aby byly všechny akcie rychle prodány. Proto má tendenci emisní kurzy podhodnocovat nebo kvalitní emise alokovat spřáteleným společností (2, 8, 54).

Je-li úpis akcií úspěšný, oznámí tuto skutečnost emitent burze a požádá ji o přijetí k obchodování na veřejném trhu. Při tzv. druhém vypořádání neboli closingu vydává emitent upisovatelům nové emise příslušný objem akcií a proti tomu získává možnost disponovat částkou, odpovídající emisní ceně snížené o provizi aranžéra a jiných předem dohodnutých nákladů. Aby společnost zachovala zájem o akcie a podpořila růst kurzu akcie, uzavírá většinou předem s akcionáři dohodu, že svoje akcie nebudou po určité období nabízet na kapitálovém trhu. Tomuto období se říká lock-up period a trvá 6 - 12 měsíců. Dalšími metodami, jak si zajistit důvěru investorů nebo stabilní vývoj ceny akcie bezprostředně po primární emisi je použití nástroje green shoe option (v případě vysoké poptávky možnost dodatečné emise, která je smluvně omezena na 10 – 15% z celkového objemu IPO), bonus shares (dodatečné akcie, které jsou alokovány investorům zdarma za to, že drží IPO akcie do určité předem stanovené doby) popř. remedy shares (příslib emitenta vydat investorům bezplatně další akcie, jestliže nebude plněn finanční plán uvedený v prospektu emitenta při emisi) (2, 8, 54).

2.1.4 Určování emisního kurzu IPO

Neodmyslitelnou součástí primární emise je stanovení emisního kurzu IPO. Tento kurz určujeme na základě úpisu za předem stanovenou cenu, popř. aukce či bookbuildingu. (Mezinárodní kapitálové trhy)

Úpis akcií za předem stanovenou cenu

V tomto případě manažer emise, který se stará o průběh emise, odkoupí všechny akcie emitující firmy za předem dohodnutou cenu a poté tyto akcie prodá investorům za cenu vyšší. Pro emitenta má tento způsob emise výhodu v tom, že mu dává jistotu určitého výnosu za emitované akcie. Stanovení prodejní ceny je pro manažera emise často velmi složité, a proto dochází buď k převisu poptávky, nebo naopak nabídky. Jestliže je cena nabízených akcií příliš vysoká, není zájem ze strany investorů dostatečný a může se stát, že část akcií nebude prodána. Je-li naopak cena akcií příliš nízká, bude po akciích velká poptávka a bude třeba vyřešit, jak se budou alokovat akcie mezi jednotlivé zájemce. Optimálním řešením je proporcionalní rozdělení emise investorům na základě jejich poptávaných množství, což však vede ke strategickému chování investorů, kteří svou poptávku výrazně nadhodnotí s tím, že jsou si sice vědomi, že jejich požadavek nebude plně uspokojen, ale docílí tím přidělení takové části emise, jakou chtějí. (6, 9).

Aukce

Druhým uvedeným způsobem určení emisního kurzu je aukce. Ta může mít několik podob. Nejznámější je aukce americká a aukce holandská. Princip americké aukce spočívá v předložení poptávky investora manažerovi emise. Všichni investoři tak specifikují kolik akcií a za jakou cenu chtějí koupit. Na základě těchto poptávek je stanovena rovnovážná cena akcie, při které se nabídka rovná poptávce a investoři tak platí jednotnou cenu za akcii. Holandská aukce naopak spočívá v tom, že sice dojde ke stanovení rovnovážné ceny, jako tomu bylo u americké aukce, investoři však musí zaplatit cenu, za kterou podíl na emisi poptávali. Tato forma aukce tedy logicky vede k uváženějšímu chování investorů. (6, 54)

Bookbuilding

Bookbuilding patří mezi nejčastěji používané metody stanovení emisního kurzu a v podstatě v sobě kombinuje prvky aukce i úpisu akcií za předem stanovenou cenu.

Proces bookbuildingu můžeme rozdělit do 3 fází:

- [1] Stanovení investorů, kteří se budou podílet na tvorbě emisního kurzu akcie – jedná se zejména o velké institucionální investory s patřičnými zkušenostmi a znalostmi v oboru. Vyloučení jsou naopak drobní investoři a to nejen kvůli zpravidla menší informovanosti, ale i kvůli nízkému poměru přínos k nákladům na jednání s nimi. Názor drobného investora je bezesporu přínosem, avšak v porovnání s náklady, které jsou s tím spojeny, je jejich přínos minimální.
- [2] Příslušní investoři oznámí své počáteční poptávky v rámci určitého cenového rozpětí daného manažerem emise – to lze provést několika způsoby:
 - a. *Strike bid (nejméně významný pro manažera emise)*: poptávka je definována pouze množstvím akcií, které je investor ochoten odkoupit bez ohledu na cenu v rámci daného rozpětí
 - b. *Limit bid (lepší než strike bid)*: investor sdělí množství akcií, které je ochoten odkoupit za určitou cenu
 - c. *Step bids (nejinformativnější pro manažera emise)*: investor popíše svoji poptávku pomocí více limit bidů, čímž dojde ke schodovité poptávce investora v rámci celého zamýšleného kurzového rozpětí

Sběr těchto informací, tj. bookbuilding, trvá zpravidla 8 – 10 pracovních dní. Během této doby smí investoři svá rozhodnutí měnit, popř. rušit. Manažer emise může taktéž upravovat stanovené cenové rozpětí emisního kurzu, avšak musí svá rozhodnutí bedlivě zvážit, jelikož jsou s tímto krokem spojené činnosti (odůvodnění změny regulačním orgánům), které by v samém důsledku mohly vést až ke zpoždění primární emise akcií. Výsledkem této fáze je velmi dobrá představa o tom, jaká je celková poptávková křivka oslovených investorů. Vyjasní se i představa o případných změnách, které investoři během sběru informací provedli.

- [3] Stanovení konečného emisního kurzu a alokace emise - manažer emise si společně s emitentem ponechávají velmi široké diskreční pravomoci, které

spočívají v tom, že tzv. emisní kurz není určen pouze na základě pouhého protnutí poptávkové a nabídkové křivky. Způsob, jakým jsou nasbírané informace přetransformovány do konečné ceny, je velmi pečlivě střežen a není tedy veřejně přístupný. Konečná cena bývá stanovena překvapivě často mimo původní cenové rozpětí. Ritter při analýze více než 6 tisíc amerických IPO emitovaných formou bookbuildingu z let 1980-2001 zjistil, že emisní kurz byl pouze v 52,3 % případů stanoven v rámci původního kurzového rozpětí, v 25,2 % byl však pod touto hranicí a v 22,5 % dokonce nad zamýšlenou hranicí (49).

Manažer emise se při alokaci rozhoduje různě. Vliv může mít účast investora na road show, jeho vliv v sektoru podnikání emitenta, popř. spolupráce s manažerem emise nebo i podíl investora na určení konečného emisního kurzu.

2.1.5 Druhy emise akcií

I když se pro primární emisi akcií často používá souhrnné označení IPO, nejedná se vždy o stejnou primární emisi akcií, jak by se dalo předpokládat. „Základní“ IPO (Initial Public Offering) je taková, kdy neveřejně obchodovatelná firma emituje na registrované burze své akcie, čímž se stává na tomto trhu obchodovatelnou. Jedná se tedy o společnost, která vydává na veřejném trhu své akcie poprvé. Při sekundární emisi (SPO – Secondary Public Offering) jsou emitovány akcie společnosti, která již na veřejně obchodovatelné burze existuje. Může se však jednat i o tzv. SEO (Seasoned Equity Offering) (6, 54).

Mnohými autory je právě tzv. SEO (Seasoned Equity Offering) opomíjené. SEO může být buď primární, nebo sekundární. V případě primární SEO jsou emitovány nové akcie a dochází tak ke zvýšení základního kapitálu. Naopak při sekundární SEO se základní kapitál nezvyšuje, jedná se o emisi akcií již existujících, pouze nebyla dosud veřejně obchodovatelná. Primární SEO je z hlediska mé diplomové práce důležitější, a proto ji krátce charakterizují (6, 54).

U SEO je podstatně jednodušší správně určit emisní cenu nových akcií. Oproti „základní“ primární emisi nebývá SEO tolik podhodnocena, bývá dokonce i efektivní. Forma úpisu akcií je obdobná jako u primární emise akcií, pouze přibývají ještě další

možnosti – emitent upíše svou emisi pomocí přednostního kupního práva současným akcionářům. Zmíněná forma úpisu může mít pak dvě formy:

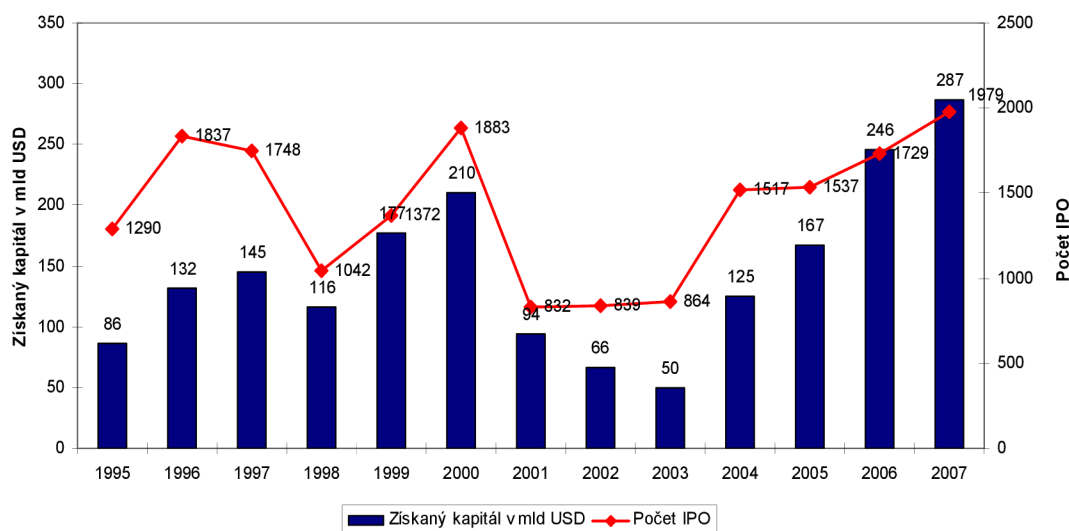
1. Emitent se spolehne na to, že celá emise bude upsána pouze stávajícím akcionářům popř. investorům, kteří od nich jejich předkupní práva odkoupí.
2. Emitent si najme manažera emise, který se zaručí, že v případě neupsaných akcií zbylé akcie odkoupí sám (54).

V případě SEO je také třeba brát ohled na stávající akcionáře, jejichž zájmy by mohly být emisí dalších akcií poškozeny. K poškození jejich zájmů by mohlo dojít z těchto důvodů:

- podíl stávajících akcionářů na základním kapitálu společnosti klesne, jestliže nezískají současní akcionáři odpovídající počet nově emitovaných akcií;
- emisní kurz nově vydaných akcií je ve srovnání s aktuálním tržním kurzem již vydaných akcií nižší;
- tržní kurz akcií po realizování SEO klesá (6)

2.2 IPO ve světě

Zájem společností o vstup na burzu je úzce spjat s aktuálním vývojem ekonomiky. V loňském roce zájem značně poklesl, což bylo způsobeno hlavně finanční krizí. Mnoho firem kvůli nastupující hospodářské recesi dokonce svůj vstup na burzu odložilo. V českém prostředí to byla např. společnost ICZ, která se rozhodla odložit svůj plánovaný vstup na burzu na neurčito.



Graf 1: Celosvětová aktivita v letech 1995 – 2007
zdroj: *Enrst & Young (26)*

Graf nezahrnuje údaje z roku 2008, protože tyto údaje nebyly v době psaní diplomové práce dostupné. S jistotou však můžeme říci, že získaný kapitál v mld. USD i počet IPO bude mít klesavou tendenci. Vývoj IPO nebude růst tak, jak tomu bylo od roku 2003 do roku 2007. Obecně o aktivitě IPO můžeme říci, že má cyklický průběh, který se odvíjí od vývoje hospodářského cyklu (46, 47, 48).

Aktivita IPO utrpěla v roce 2008 růstový šok zapříčiněný nedůvěrou investorů, která je důsledkem finanční krize. Aktivita na evropských trzích se radikálně snížila. V roce 2008 se uskutečnilo pouhých 338 primárních emisí, zatímco v roce 2007 jich bylo 813. Znamená to pokles o 58 %. Výrazné snížení oproti roku 2007 se týká i celkové hodnoty akcií, které jsou nabízeny k úpisu. V roce 2008 byla tato hodnota 14,241 mil. EUR, což je oproti roku 2007 pokles dokonce o 82 %. Vývoj na amerických trzích takové výrazné poklesy nezaznamenal, i když počet emisí také oproti roku 2007 klesl. V roce 2008 se uskutečnilo 57 emisí o celkovém objemu 19,409 mil. EUR, čímž se americké trhy pro rok 2008 dostaly na první místo v objemu získaných prostředků před Evropu a Čínu (zejména díky emisi společnosti Visa Inc. v hodnotě 11,510 mil. EUR) (48).

Co se týká evropských trhů a hodnoty emitovaných akcií, vedoucí pozici zaujímá již tradičně londýnská burza a na druhém místě se umístila burza ve Varšavě, která prostřednictvím 23 emisí akcií získala 555 mil. EUR, což znamená 45 % podíl na

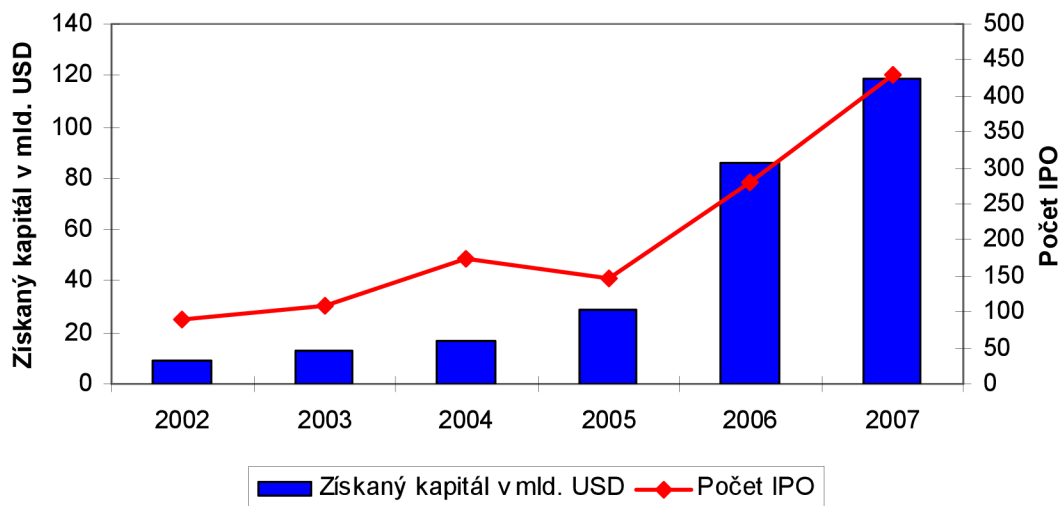
celkové hodnotě emisí na hlavních evropských burzách. Nutno dodat, že 98 % z celkového objemu finančních prostředků získaných na této burze tvoří úpis akcií jedné společnosti, a to společnosti Elea (společnost působící v oblasti výroby a distribuce elektřiny) (46, 47, 48).

BRIC – Brazílie, Rusko, Indie, Čína

Významnou roli v celosvětové aktivitě představují rozvojové trhy. Mezi nejdynamičtější patří Brazílie, Rusko, Indie a Čína, pro které se souhrnně používá zkratka BRIC. V roce 2007 země BRIC vygenerovali zisk 119 bilionů dolarů v 430 uskutečněných IPO, což představuje podíl 41 % na světových ziscích IPO. Jejich rozvoj je opravdu velmi dynamický, jestliže si uvědomíme, že v roce 2004 jejich podíl na celosvětových ziscích činil pouze 14 %! (26).

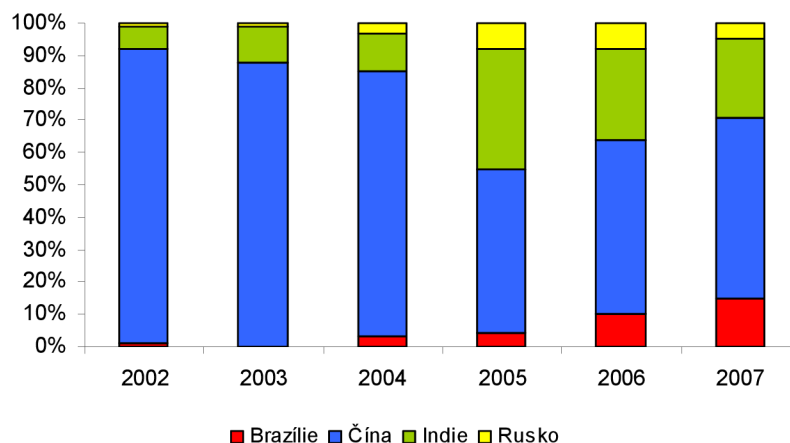
Název BRIC se skládá z počátečních písmen čtyř nejrychleji se rozvíjejících ekonomik světa – Brazílie, Ruska, Indie a Číny. Každá z těchto zemí má své výhody:

- Brazílie – nachází se zde celosvětově nejhojnější množství nerostných surovin (železo, mangan, měď, nikl, bauxit) a zároveň jde o zemi s nejvyšší produkcí kávy, cukru a pomerančů na světě.
- Rusko – stát s ohromnou energetickou silou. Rusko je největším světovým vývozcem plynu a třetím největším vývozcem ropy.
- Indie – na jejím území se vyrábí 40 % všech nepatentovaných léčiv. Výhoda Indie spočívá také ve světově nejširší základně mladých vzdělaných zaměstnanců. Indie je také známa jako outsourcingové centrum.
- Čína – „vlastníkem“ nevyčerpatelné pracovní síly. Čína je známa výrobou textilních výrobků a elektroniky a je také největším příjemcem zahraničních investic ve světě.



Graf 2: BRIC aktivita v letech 2002 – 2007
zdroj: *Ernst & Young (26)*

Uvedený graf jasně potvrzuje, že popularita IPO v zemích BRIC rapidně roste. Zatímco v roce 2002 bylo uskutečněno pouze 90 primárních emisí, v roce 2007 byl již tento počet téměř 5 krát vyšší, tj. 430 IPO. Ne každá ze zemí BRIC se však podílí na uvedených hodnotách stejně. Podíl jednotlivých zemí na dosahovaných výsledcích v letech 2002 – 2007 ilustruje následující graf (26, 48).



Graf 3: Podíl jednotlivých zemí BRIC na jejich celkové aktivitě v letech 2002 – 2007
zdroj: *Ernst & Young (26)*

Z grafu je evidentní, že největší podíl na dosažených výsledcích má zcela nepochybně Čína, jejíž aktivita v oblasti IPO dosáhla v roce 2002 dokonce 91 % na celkové činnosti BRIC. Nejmenší podíl na uvedených hodnotách má ve všech sledovaných letech Rusko,

i když je nutno dodat, že např. v roce 2007 se v Rusku uskutečnilo 21 primárních emisí, což není zanedbatelný počet (26, 47, 48).

2.3 Podhodnocení emisního kurzu akcií

Podhodnocení emisního kurzu můžeme spočítat jako procentní rozdíl mezi emisním kurzem a kurzem akcie na konci prvního dne obchodování. Toto krátkodobé podhodnocování emisního kurzu je jedním z nejvíce diskutovaných témat spojených s prvotní veřejnou nabídkou akcií. Z pohledu emitující firmy se jedná o implicitní náklad, který se rovná počátečnímu výnosu akcie vynásobenému objemem emise. Z pohledu investora se jedná o příležitost, jak profitovat ze své investice. Podhodnocení emisního kurzu můžeme vyjádřit následovně (8):

$$V = \left(\frac{P(t1)}{P(e)} - 1 \right) * 100[\%],$$

kde V - procentní denní výnos = procentní podhodnocení/nadhodnocení,
P(t1) - emisní kurz na konci 1. dne obchodování,
P(e) - počáteční emisní kurz.

Tento vzorec můžeme ještě upravit tak, aby v něm byla zohledněna určitá časová prodleva, během které se akciový trh vyvíjí. Jedná se o dobu mezi určením emisního kurzu a samotnou emisí akcií. Po těchto úpravách vypadá vzorec takto (54):

$$V = \frac{P(t1)}{P(e)} - \frac{M(t1)}{M(t_z - 1)},$$

kde M(t1) - kurz indexu burzy na konci 1. dne obchodování,
M(t_z-1) - kurz indexu burzy den před stanovením emisního kurzu akcie.

V další části však budu pokračovat pouze s prvním uvedeným vzorcem, jelikož z něho vychází většina dostupných dat. Emisní kurz je v průměru podhodnocen o 15 % ve většině vyspělých zemí. Podhodnocení však může být radikálně vyšší, zejména v zemích s méně vyspělými kapitálovými trhy (Brazílie, Mexiko, Indie). Investoři na těchto trzích podstupují ve srovnání s investicemi na vyspělejších či stabilnějších kapitálových trzích větší riziko, a proto tento rozdíl může být chápán jako určitá prémie

za riziko. Následující tabulka znázorňuje počáteční výnosy emise v procentech v určitém sledovaném období.

Země	Počet IPO	Sledované období	Počáteční výnos emise (v %)
Argentina	20	1991-1994	4,4 %
Austrálie	1 103	1976-2006	19,8 %
Rakousko	96	1971-2006	6,5 %
Belgie	114	1984-2006	13,5 %
Bulharsko	9	2004-2007	36,5 %
Kanada	635	1971-2006	7,1 %
Chile	65	1982-2006	8,4 %
Čína	1 394	1990-2005	164,5 %
Kypr	51	1999-2002	23,7 %
Dánsko	145	1984-2006	8,1 %
Finsko	162	1971-2006	17,2 %
Francie	686	1983-2006	10,7 %
Německo	652	1978-2006	26,9 %
Řecko	363	1976-2005	25,1 %
Hong Kong	1 008	1980-2006	15,9 %
Indie	2 811	1990-2007	92,7 %
Indonésie	321	1989-2007	21,1 %
Irán	279	1991-2004	22,4 %
Irsko	31	1999-2006	23,7 %
Izrael	348	1990-2006	13,8 %
Itálie	233	1985-2006	18,2 %
Japonsko	2 579	1970-2007	40,5 %
Korea	1 417	1980-2007	57,4 %
Malajsie	350	1980-2006	69,6 %
Mexiko	88	1987-1994	15,9 %
Nizozemsko	181	1982-2006	10,2 %
Nový Zéland	214	1979-2006	20,3 %
Nigérie	114	1989-2006	12,7 %
Norsko	153	1984-2006	9,6 %
Filipíny	123	1987-2006	21,2 %
Polsko	224	1991-2006	22,9 %
Portugalsko	28	1992-2006	11,6 %
Rusko	40	1999-2006	4,2 %
Singapur	441	1973-2006	28,3 %
Severní Afrika	118	1980-1991	32,7 %
Španělsko	128	1986-2006	10,9 %
Sri Lanka	115	1987-2007	48,9 %
Švédsko	406	1980-2006	27,3 %
Švýcarsko	147	1983-2006	29,3 %
Tchaj-wan	1 312	1980-2006	37,2 %
Thajsko	459	1987-2007	36,6 %
Turecko	282	1990-2004	10,8 %
Velká Británie	3 986	1959-2006	16,8 %
USA	12 007	1960-2007	16,9 %

Tabulka 1: Počáteční výnosy emise ve 42 státech světa
zdroj: Ritter: *Initial Public Offerings: International Insights* (50)

Obecně můžeme říci, že emisní kurz je v Evropě podhodnocen ve sledovaném období zhruba o 17 %, tzn. pouze o 2 % více než ve většině vyspělých zemí. Počáteční výnos emise může však vystoupat až na neuvěřitelných 164 %, jako tomu bylo v letech 1990 -

2005 v Číně. Asijské trhy v tomto období vesměs rostly na atraktivitě a důvodem tak vysokých výnosů podle specialistů může být i zakázaný herní průmysl v Číně. Velký nárůst čínských drobných investorů může být způsoben tím, že tito lidé vnímají burzu do určité míry jako kasino, popř. tím, že do roku 2007 byla inflace vyšší než úrokové sazby. Čínští obyvatelé vnímají burzu jako dobrou příležitost pro zvýšení svých úspor.

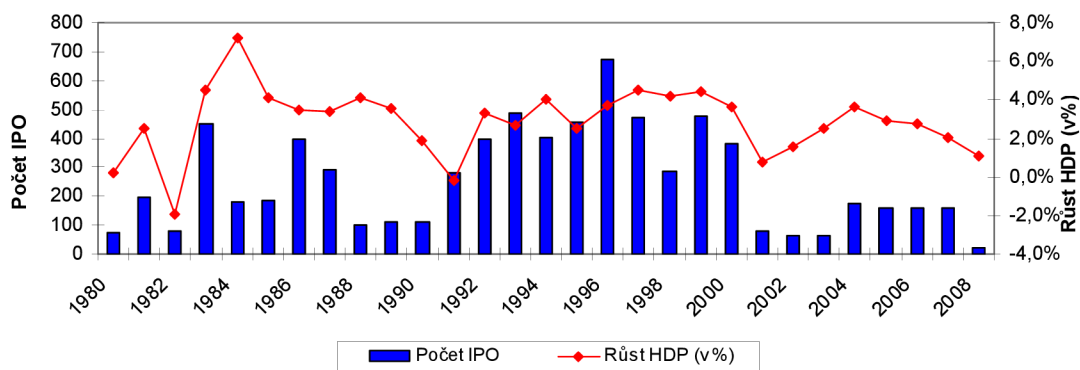
Ke kolísání podhodnocení emisního kurzu nedochází pouze napříč různými zeměmi či kontinenty, ale také v čase. V následující části budou používána data, která se týkají amerických IPO. Zejména proto, že je u nich lepší dostupnost dat a díky tomu také možnost sledovat delší časové řady. V neposlední řadě samozřejmě i vyšší počet emisí.

Rok	Počet IPO	Růst HDP v %	Rok	Počet IPO	Růst HDP v %
1980	73	0,2%	1995	458	2,5%
1981	197	2,5%	1996	675	3,7%
1982	81	-1,9%	1997	474	4,5%
1983	451	4,5%	1998	284	4,2%
1984	178	7,2%	1999	477	4,5%
1985	185	4,1%	2000	382	3,7%
1986	397	3,5%	2001	80	0,8%
1987	291	3,4%	2002	66	1,6%
1988	102	4,1%	2003	63	2,5%
1989	110	3,5%	2004	174	3,6%
1990	110	1,9%	2005	161	2,9%
1991	280	-0,2%	2006	157	2,8%
1992	397	3,3%	2007	159	2,0%
1993	490	2,7%	2008	20	1,1%
1994	405	4,0%	Celkem	7377	-

Tabulka 2: Počet IPO a růst HDP v % v USA v letech 1980 – 2008

zdroj: Ritter: *Some Factoids About the 2008 IPO Market*; Invest in Taiwan: *GDP Growth Rates* (51,32)

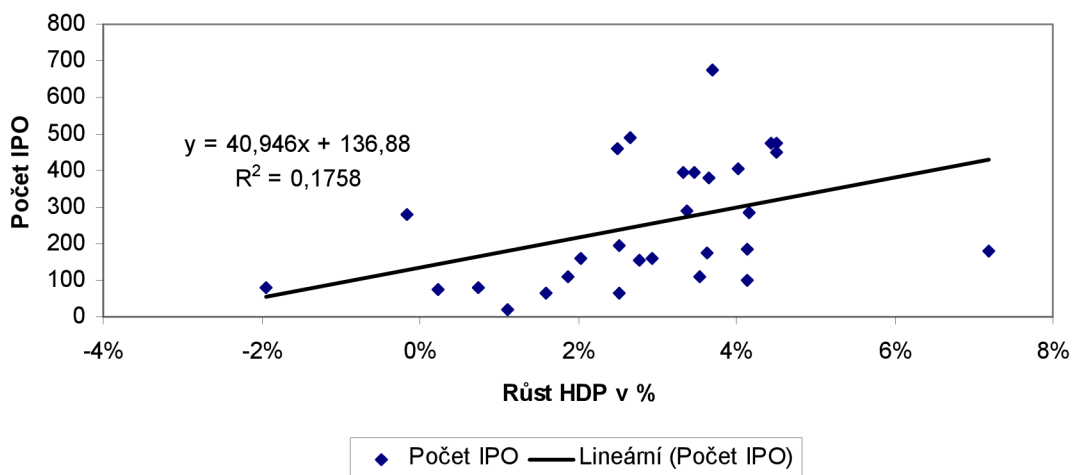
Hrubý domácí produkt v USA v letech 1980 -2008 byl pouze ve dvou letech záporný. V letech 1982, kdy byla příčinou zejména finanční a dluhová krize v Argentině. Dále v roce 1991, kdy snaha o stabilizaci rozpočtového deficitu způsobila ekonomický propad. V následujícím grafu jsou zobrazena data ilustrující vývoj HDP v procentech a počet IPO, které byly uskutečněny v USA.



Graf 4: Počet IPO a meziroční růst HDP (v %) v USA v letech 1980 – 2008

zdroj: Ritter: *Some Factoids About the 2008 IPO Market*; Invest in Taiwan: *GDP Growth Rates* (51, 32)

V grafu je na první pohled vidět, že počet IPO v USA v letech 1980 – 2008 má do určité míry stejný vývoj jako růst HDP. Pro určení, zda je tato závislost mezi jevy významná či nikoliv, jsem provedla regresní analýzu spočívající v sestavení grafu, kde na ose „x“ je nezávisle proměnná (růst HDP v %) a na ose „y“ závisle proměnná (počet IPO).



Graf 5: Vliv HDP na počet IPO v USA

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (31, 50))

Regresní přímka znázorněná v grafu vyjadřuje přímou úměru mezi růstem HDP a počtem IPO, což je důkazem faktu, že bude-li růst HDP, bude i větší počet uskutečněných IPO. Odmocněním koeficientu determinace ($R^2 = 0,1758$) získáme koeficient korelace 0,419, na základě kterého se nám potvrdí závislost mezi zmiňovanými jevy. Závislost není sice příliš významná, ale rozhodně má svůj význam. Rostoucí počet IPO při růstu HDP má své logické opodstatnění, jelikož snahou

společností je emitovat akcie zejména v období hospodářského růstu, kdy je nálada investorů většinou optimistická.

Následující tabulka zobrazuje vývoj IPO v USA v letech 1990 – 2008. Z tabulky je zřetelný nejen rozdílný počet uskutečněných IPO v jednotlivých letech, ale také průměrné podhodnocení IPO 1. den. Vývoj těchto dvou faktorů spolu do určité míry koresponduje. Průměrné podhodnocení je zpravidla vyšší, čím více firem vstupuje na emisní trh. Průměrné podhodnocení ve sledovaných letech je 18,2%. V tabulce jsou dále uvedeny vážené zisky a agregované množství peněz na stole. Tyto hodnoty jsou počítány podle následujících vzorců (8).

$$\text{vážený zisk} = \frac{\text{agregované množství peněz na stole}}{\text{agregované zisky}} * 100 [\%]$$

Nejvyšších vážených zisků bylo v USA dosaženo v letech 1999 a 2000. Tato doba je označována za tzv. spekulativní bublinu, která vzniká tehdy, když investoři v nákupní euforii ženou cenu akcie vzhůru takovým způsobem, že výrazně překonává nejen její dnešní, ale i dlouhodobou očekávanou vnitřní hodnotu (8).

$$PNS = (P(t1) - P(e)) * VE$$

kde PNS - množství peněz na stole (money left on the table),
P(t1) - emisní kurz na konci 1. dne obchodování,
P(e) - počáteční emisní kurz,
VE - velikost emise.

Množství peněz na stole, jak je uvedeno ve vzorci uvedeném výše, je rozdílem mezi emisním kurzem na konci 1. dne obchodování a počátečním emisním kurzem s tím, že tento rozdíl je vynásobený množstvím prodaných akcií. Jinými slovy: peníze na stole jsou ziskem nových akcionářů z 1. dne obchodování akcií. Jedná se tedy o transfer peněz od původních investorů směrem k novým. Z uvedené interpretace logicky vyplývá, že množství peněz na stole je velmi závislé na průměrném podhodnocení IPO.(49, 51)

Rok	Počet IPO	Průměrné podhodnocení IPO 1. den	Vážené zisky 1. dne	Agregované množství peněz na stole (mld. USD)	Agregované zisky (mld. USD)
1990	110	10,8%	8,1%	0,34	4,27
1991	280	11,8%	9,6%	1,36	14,16
1992	397	10,2%	7,9%	1,74	21,92
1993	490	12,7%	11,3%	3,30	29,29
1994	405	9,8%	8,4%	1,47	17,40
1995	458	21,2%	14,5%	4,38	30,16
1996	675	17,2%	16,1%	6,80	42,25
1997	474	14,1%	14,4%	4,54	31,59
1998	284	21,7%	15,5%	5,25	33,80
1999	477	70,9%	57,0%	36,94	64,79
2000	382	56,1%	45,6%	29,69	65,11
2001	80	14,0%	8,6%	2,97	34,30
2002	66	9,1%	5,1%	1,13	22,03
2003	63	12,2%	10,5%	1,01	9,58
2004	174	12,3%	12,2%	3,86	31,53
2005	161	10,2%	9,3%	2,64	28,33
2006	157	12,1%	13,0%	3,95	30,48
2007	159	14,0%	13,9%	4,95	35,63
2008	20	5,3%	11,7%	0,58	4,90
Průměr	280	18,2%	15,4%	6,15	29,03
Medián	280	12,3%	11,7%	3,30	30,16
Minimum	20	5,3%	5,1%	0,34	4,27
Maximum	675	70,9%	57,0%	36,94	65,11

Tabulka 3: Primární emise akcií v USA v letech 1990 – 2008
zdroj: Ritter: *Some Factoids About the 2008 IPO Market* (51); vlastní výpočty

2.3.1 Teorie podhodnocení emisního kurzu

V této kapitole jsou uvedeny některé z ekonomických teorií, které popisují možné důvody krátkodobého podhodnocení emisních kurzů akcií.

Vítězovo prokletí

Patrně nejznámější a nejdůležitější teorie objasňující důvody podhodnocování emisních kurzů akcií je teorie podle modelu Kevina Rocka vycházející z rámce „vítězova prokletí“. Hlavní myšlenkou je informační asymetrie mezi jednotlivými investory, kdy informovaní investoři poptávají pouze podhodnocené primární emise, zatímco

neinformovaní investoři nejsou schopni rozlišit mezi podhodnocenými a nadhodnocenými emisemi a tudíž poptávají obojí. Vítězovo prokletí tedy spočívá v tom, že neinformovaní investoři mají plně uspokojenou svoji poptávku pouze v neatraktivním prostředí. V atraktivním prostředí je poptávka neinformovaných investorů částečně vytlačena investory informovanými. Informovaní investoři se těchto nevýhodných obchodů neúčastní (8, 30, 39, 54).

Vítězovo prokletí – modelový příklad

- 2 emise, jedna je podhodnocena o 10% a druhá nadhodnocena o 10%,
- 2 investoři; 1. informovaný, 2. neinformovaný,
- Neinformovaný investor není schopen rozlišit mezi nadhodnocenou a podhodnocenou emisí a poptává obě, zatímco informovaný poptává pouze podhodnocenou emisí.

	Podhodnocená emise A	Nadhodnocená emise B
% pod/nadhodnocení	10%	10%
objem emise (nabídka)	1500	1500
poptávka informovaných	1500	0
poptávka neinformovaných	1500	1500
celková poptávka	3000	1500
pravděpodobnost uspokojení	50%	100%

Očekávaný výnos informovaných: $0,5 \times 0,1 = 0,05 \rightarrow 5\%$

(pravděpodobnost uspokojení x % podhodnocení)

Očekávaný výnos neinformovaných: $0,5 \times 0,1 - 1 \times 0,1 = -0,05 \rightarrow -5\%$

(pravděpodobnost uspokojení x % podhodnocení - 1 x % nadhodnocení)

Z modelového příkladu je zřejmé, že neinformovaní investoři obdrží větší podíl nadhodnocených emisí, což má za následek, že jejich očekávaný výnos se nerovná průměrnému výnosu trhu, přestože se do něj snaží jako do celku investovat. Snahou manažera emise by tedy mělo být přesvědčit všechny investory k investici tak, že emisní kurz akcie bude částečně podhodnocen do té míry, aby neinformovaným kompenzoval ztrátu vyplývající z lepší informovanosti insiderů. „Tato teorie tvrdí, že

podhodnocení emisních kurzů odškodňuje neinformované investory od vlivu přidělu akcií, který je způsoben nepříznivým výběrem, a ti poté neopouští emisní trh.“ (8)

Teorie vycházející z prozrazení/odkrytí informací (Information Revelation Theories)

I tento model vychází z asymetrie informací, ale tentokrát mezi manažerem emise a institucionálními investory disponujícími vnitřními informacemi nikoliv napříč jednotlivými investory jako tomu bylo u předcházejícího modelu (39).

Bookbuilding, jak již bylo zmíněno, patří mezi nejčastěji používané metody stanovení emisního kurzu a dává prostor upisovateli poměrně volně rozhodovat o konkrétní alokaci akcií jednotlivým investorům. Manažer emise se během tzv. road show snaží získat od investorů co nejpřesnější informace o jejich odhadu reálné ceny akcie a jejich potenciálních nabídkách. Tito investoři si jsou vědomi, že poskytnutí zkreslených informací by pro ně mohlo znamenat vyloučení z alokace akcií, jelikož akcie jsou alokovány výhradně investorům s cennými pravdivými informacemi. Zároveň si jsou vědomi toho, že jejich pozitivní hodnocení, které by bylo vyšší než odhad emisního kurzu upisovatelem, bude mít za následek zvýšení tohoto kurzu. Pokud chce manažer emise takovéto informace, musí investorům poskytnout určitou kompenzaci. Touto kompenzací je stále určité podhodnocení, které dává prostor realizace zisku těmto investorům (39, 54).

Lavinový efekt

Princip této teorie je velmi jednoduchý. Zakládá se na tom, že investor nespolehá pouze na vlastní ohodnocení akcie, ale nechává se ovlivnit i chováním ostatních investorů. Jestliže investor vidí, že o emisi není zájem, zváží zamýšlenou investici a mnohdy i od takové investice ustoupí navzdory pozitivním informacím, které se týkají emitenta. Případný nezájem ze strany investorů je pochopitelně pro emitenta dost nepříjemný, proto se mu snaží předcházet právě pomocí podhodnocení emisního kurzu, čímž naláká několik prvních investorů. K nim se následně připojí i další zájemci o akcie – dochází tak k lavinovému nárůstu poptávky po emisi (30, 39, 54).

Zajímavé je spojení lavinového efektu s předcházející hypotézou, kdy podhodnocení slouží jako informační motiv pro investory. Investor si je dobře vědom, že manažer emise může na základě optimistických informací zvýšit emisní kurz. I po zvýšení však zůstane určité podhodnocení, které vede k tomu, že investoři budou chtít koupit dodatečné akcie. Stejným způsobem to funguje i opačně. Je-li emisní kurz snižen, investoři přemýšlejí, co vedlo manažera emise k takovému kroku. Snižování emisního kurzu nemusí tedy nutně vést investory k vyšší poptávce. Může se stát opak – emitent v obavě, že investice je příliš riskantní, svůj vklad do takové společnosti odloží. Pro emitenta je tedy výhodnější odložit vklad do doby, kdy bude situace na trhu příznivější. (54)

Podhodnocení jako signál kvality emitenta

Tato metoda je poslední uvedenou, která patří do skupiny modelů vycházejících z asymetrie informací. V tomto případě se jedná o asymetrii informací mezi firmami a investory. Teorie vychází z předpokladu, že pouze sama firma ví, do jaké míry je „kvalitní“ či nikoliv. Kvalitní, respektive dobrá společnost si může dovolit vyšší podhodnocení, což je pro ni sice v případě primární emise akcií nákladnější, avšak společnost vyšší podhodnocení dělá za účelem pozdějšího návratu na trh s tím, že si ji investoři zapamatují a vyšší náklady spojené s IPO se jí vrátí ve chvíli, kdy se rozhodnou pro další emisi, tentokrát pro tzv. sekundární (SEO). Jistým rizikem však pro investora může být fakt, že se společnost za „kvalitní“ pouze vydává, ale ve skutečnosti jí být nemusí (39, 54).

2.4 Dlouhodobě nižší výkonnost firem po uskutečnění IPO

Kromě již zmíněného podhodnocení emisního kurzu má primární emise akcií i další specifikum, a to dlouhodobě nižší výkonnost firem po uskutečnění IPO. Důkazem jsou dlouhodobé studie předních ekonomů, které porovnávají výkonnost jednak s firmami se srovnatelnou tržní kapitalizací nebo se srovnatelnou tržní kapitalizací včetně zohlednění poměru mezi účetní a tržní hodnotou společnosti.

V následující tabulce jsou uvedeny výsledky studie profesora Jay R. Rittera zabývající se dlouhodobě nižší výkonností firem po uskutečnění primární emise akcií. Tabulka

ukazuje, že IPO mají nižší výkonnost než ostatní stejně velké firmy a to průměrně o 3,7 % ročně během prvních pěti let po emisi, nepočítaje výnos z 1. dne. To znamená, že pokud bychom chtěli po pěti letech vlastnit částku vyplývající z investice do IPO stejnou jako částku z investic do ostatních srovnatelně velkých firem, museli bychom na počátku investovat do IPO o zhruba 20 % více. Zohledníme-li i poměr mezi účetní a tržní hodnotou společnosti, je výkonnost nižší vzhledem k ostatním firmám se stejnou tržní kapitalizací o 2 % ročně (8, 51).

	Prvních 6 měsíců	Druhých 6 měsíců	1. rok	2. rok	3. rok	4. rok	5. rok	Průměr 1. - 5. roku
IPO firmy	6,2%	0,9%	7,4%	5,7%	10,3%	18,5%	12,5%	10,8%
Firmy stejné kapitalizace	5,6%	6,1%	12,1%	14,3%	14,6%	16,8%	14,5%	14,5%
Rozdíl	0,6%	-5,2%	-4,7%	-8,6%	-4,3%	1,7%	-2,0%	-3,7%
Počet IPO	8 046	8 019	8 046	8 179	7 416	6 523	5 648	
IPO firmy	6,5%	1,1%	8,0%	7,7%	11,0%	18,1%	10,7%	11,0%
Firmy stejné kapitalizace a BM	4,2%	5,2%	9,6%	13,1%	11,3%	18,7%	12,9%	13,1%
Rozdíl	2,3%	-4,1%	-1,6%	-5,4%	-0,3%	-0,6%	-2,2%	-2,0%
Počet IPO	7 777	7 737	7 779	7 709	6 932	6 026	5 198	

Tabulka 4: Výkonnost firem po IPO v USA (1970-2006)
zdroj: Ritter: *Some Facts About the 2008 IPO Market*.(51)

Z výše uvedené tabulky je také zřejmé, že největší rozdíl mezi IPO firmami a firmami stejné kapitalizace je v 2. roce. Důvodem může být to, že se v této době zbavují akcií především investoři, kteří se snažili dosáhnout relativně rychlého zisku. V 2. roce po emisi se patrně začnou firmy dělit na kvalitní a méně kvalitní, které v budoucnu případně opustí trh. Díky tomuto „síťu“ pak na trhu zůstanou jen ty lepší společnosti, a tím se průměrné výnosy ve čtvrtém a pátém roce po emisi začínají blížit výnosům srovnávaných firem.

2.4.1 Možné příčiny nižší výkonnosti firem po primární emisi

Co je důvodem této anomálie? Existuje několik vysvětlení, proč dochází po IPO k nižší výkonnosti než u srovnatelných firem. Mezi nejčastěji uváděné patří:

Optimismus investorů / Iracionalita investorů

Vstupuje-li na burzu nová společnost, jsou většinou investoři ohledně jejího budoucího růstu dost optimističtí. S rostoucím optimismem roste i snaha emitentů využít této

situace tím, že budou růst i počty a objemy emisí. Předpokladem je však existence iracionálních investorů, kteří se spíše než na základě faktů rozhodují impulsivně. Tito investoři pak často bez většího opodstatnění primární emise nadhodnocují. Jakmile je však společnost na trhu déle, objevují se o ní stále nové informace, což vede k větší informovanosti původně neinformovaných (iracionálních) investorů. Tím pak tržní ceny akcií jdou dolů (54).

Optimistické účetnictví

Snahou společnosti před vstupem na burzu je dosahovat co nejlepších výsledků. Výsledek hospodaření může společnost do určité míry vždy ovlivnit a nadhodnotit tak své dosahované zisky, potažmo emisní kurz akcie. Pokud toto firma udělá, nebude pro ni samozřejmě po emisi možné udržet dosahované výsledky a kurz akcie tak bude klesat (54).

Doporučení analytiků

Doporučení odborníků jsou obecně lidmi hodně vnímána a v oblasti emise akcií tomu není jinak. Investoři reagují na doporučení k prodeji akcií a samozřejmě i ke koupi. Není překvapující ani fakt, že na špatné zprávy investoři reagují více a pohotověji než na zprávy dobré (40).

Záleží však také na tom, kdo doporučení ke koupi dává. Je-li doporučení vydáno analytikem, který se na emisi nepodílel, reaguje trh pozitivněji než na radu odborníka, který se na emisi podílel (zainteresovaná osoba). Tato skutečnost má své logické opodstatnění, jelikož u osob podílejících se na emisi je pravděpodobné, že se jedná o osoby do jisté míry zaujaté, resp. neobjektivní.

Z hlediska doporučení analytiků je zajímavá následující tabulka, která poskytuje informace o 214 doporučeních ke koupi akcií během prvního roku po uskutečnění primární emise. Tato doporučení byla sledována na 391 IPO v USA v letech 1990 – 1991. (40).

Měsíce po IPO	Zainteresovaní	Ostatní	Celkem
1. - 2. měsíc	75	50	125
3. - 6. měsíc	32	31	63
7. - 12. měsíc	5	21	26
Celkem	112	102	214

Tabulka 5: Počet doporučení ke koupi akcií během 1. roku po IPO
zdroj: *Michaely and Womack: Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations.*(40)

Jak je vidět, nejvíce doporučení ke koupi přichází v 1. – 2. měsíci po IPO. S rostoucí dobou po primární emisi počet doporučení ke koupi akcií klesá, a to jak ze strany zainteresovaných osob, tak i ze strany těch, kteří se na emisi akcií nijak nepodíleli. Zajímavý je fakt, že počet doporučení ke koupi u zainteresovaných osob během 1. roku prudce klesá, což může být zapříčiněno do určité míry tím, že se tyto osoby snaží po emisi akcií upoutat co nejvíce pozornosti hlavně v době, kdy na burzu vstupují.

2.4.2 Podvýkonnost IPO firem vzhledem k objemu tržeb

Z hlediska nižší výkonnosti je zajímavá studie profesora Jay R. Rittera, jejíž výsledky z období let 1980 - 2004 jsou uvedeny v následující tabulce. Ritter se zde zabývá faktem, že podvýkonnost se projevuje pouze u menších firem, respektive u firem, které mají tržby do 19,999 mil. USD v porovnání se srovnatelnými podniky. V porovnání s tržním indexem mají nižší výkonnost firmy po primární emisi vždy, ale s rostoucími tržbami čím dál nižší. Pokud bychom posuzovali srovnatelné podniky s tržním indexem v závislosti na jejich objemu tržeb, došli bychom k tomu samému – srovnatelné podniky mají v uvedené době taktéž nižší výkonnost než tržní index, ale oproti IPO nemají tak výraznou klesající tendenci (8, 49, 51, 54).

Tržby (mil. USD)	Počet IPO	Průměrný výnos 1. dne	Průměrný tříletý výnos z držení akcií				
			IPO	Tržní index	IPO - tržní index	Srovnatelné podniky	IPO - srovnatelné podniky
0 - 9,999	1 370	26,4%	-9,6%	37,7%	-47,3%	20,0%	-29,6%
10 - 19,999	726	26,3%	6,6%	42,6%	-36,0%	12,0%	-5,4%
20 - 49,999	1 447	21,0%	24,3%	46,2%	-21,9%	23,4%	0,9%
50 - 99,999	1 054	15,0%	40,7%	46,6%	-5,9%	35,9%	4,8%
100 - 499,999	1 455	10,6%	43,5%	47,7%	-4,2%	30,2%	13,3%
500 a více	533	8,6%	40,1%	41,6%	-1,5%	29,9%	10,2%
0 - 49,999	3 543	24,2%	7,6%	42,2%	-34,6%	19,8%	-12,2%
50 a více	3 042	11,8%	41,9%	46,2%	-4,3%	32,1%	9,8%
1980- 2004	6 585	18,4%	23,4%	44,0%	-20,6%	25,4%	-2,0%

Tabulka 6: Tříleté výnosy IPO roztržiděné podle objemu tržeb před úpisem (1980-2004)

zdroj: Ritter: Some Factoids About the 2008 IPO Market (51)

Za povšimnutí stojí také průměrný výnos 1. dne a tržby, jelikož s růstem tržeb průměrný výnos 1. dne klesá. Větší firmy jsou zpravidla méně podhodnoceny než firmy menší, což je dáno tím, že u větších firem je menší nejistota z budoucího vývoje a větší množství podkladů pro určení přesnějšího primárního emisního kurzu.

3 Praktické využití teoretických znalostí

V této kapitole je přiblíženo, kde se drobný investor může o IPO dozvědět a pro jakého investora je taková investice vhodná. Poté následují podkapitoly týkající se vnitřní hodnoty akcie, sledovaných burz (BCPP, WSE, BSE) a vývoje českých prvotních veřejných nabídek.

3.1 Investování do IPO

Na první pohled se může zdát, že na upisování akcií vydělá hlavně firma sama. Opak je ale pravdou. Peníze z něj může získat i drobný investor. Jsou sice některá IPO, která jsou rozdělena pouze mezi velké institucionální investory, na druhou stranu jsou i IPO, kdy má emitent zájem na tom, aby se akcie dostaly mezi co nejširší veřejnost. Pak není problém takové IPO jako drobný investor pořídit.

Společnost AAA AUTO emitovala své akcie na Burze cenných papírů v Praze a umožnila úpis akcií nejen institucionálním investorům, ale i široké veřejnosti. Drobní investoři si mohli koupit akcie ještě před tím, než se s nimi začalo obchodovat na burze, a to na internetovém portálu společnosti Patria Direct (manažer pro retailový prodej) nebo v pobočkách ČSOB. Drobní investoři měli v tomto případě rovné podmínky s institucionálními investory.

Ne vždy je však úpis prvotní veřejné nabídky akcií umožněn všem zájemcům. Například společnost Zentiva, taktéž společnost, která až donedávna působila na Burze cenných papírů Praha (1. IPO na BCPP v ČR), při emitování své prvotní veřejné nabídky akcií oslovila pouze velké institucionální investory. Rozhodla se tak na základě jednání s bankou a burzou ve snaze akcie co nejlépe umístit. V dnešní době už jsou však tyto akcie obchodovány i mezi privátními investory.

Další možností, jak se k nově upsaným akciím dostat, je investovat do podílových fondů nebo certifikátů, které se na primární emise akcií specializují. V následující tabulce jsou uvedeny příklady takovýchto certifikátů a fondů.

Název	Emitent	Měna	Typ
IPO Select	Sal. Oppenheim	EUR	Certifikát
DJ Stoxx IPO	Société Générale	EUR	Certifikát
IPO Plus Fund	Renaissance Capital	USD	Fond

Tabulka 7: Investiční nástroje se zaměřením na IPO
zdroj: *Investorský magazín (20)*

3.1.1 Pro koho je investice do IPO vhodná a jak se o ní dozvědět?

Investování do IPO lze doporučit spíše investorům, kteří se nebojí rizika a jsou ochotni ho podstoupit. Je zde sice možnost potenciálně vyššího výdělku (cena primárních akcií je obvykle nižší než při následném obchodování na burze), ale je s tím spojeno i vyšší riziko. Důležitým faktorem mluvícím ve prospěch investice do IPO je důvěryhodnost zveřejněných údajů a finanční stabilita společnosti vstupující na burzu. Tyto firmy jsou v rámci prověrky (due diligence), kdy se připravují na IPO, analyzovány mnohem důkladněji než firmy, které již na burze obchodovány jsou. Pokud potenciální investor přemýšlí o takovéto investici a chce se dozvědět o firmě více informací, je pro něho nejlepším řešením prospekt emitenta, ve kterém jsou přehledně uspořádány informace o veškerých důležitých aspektech emise (počet a cena akcií, vybrané burzy) a jsou zde doloženy i historické a aktuální údaje o stavu společnosti. Prospekt je uveřejněn zpravidla několik týdnů před začátkem obchodování a zájemci si jeho elektronickou verzi mohou stáhnout z internetových stránek emitenta nebo manažera emise. Bývá také vydána tisková zpráva (např. na stránkách banky, která tuto transakci spoluzprostředkovává, popř. na pobočkách této banky), ve které je zmíněno, zda je emise určena pouze pro institucionální investory nebo jestli je určena i pro širší veřejnost.

Nejjednodušší způsob, jak mohou drobní investoři nakoupit akcie při IPO, je online aplikace brokerských firem. Prvotní rozpětí nebo maximální cenu akcie stanoví emitent na základě due diligence, ale finální cenu jedné akcie při úpisu vytváří až poptávka investorů. Její výši ovlivní spíše velcí hráči - institucionální investoři, kteří nakupují větší balíky akcií, než drobný investor. Prodej retailovým investorům oproti tomu zase zajistí vyšší likviditu.

3.2 Vnitřní hodnota akcie

Vnitřní hodnota akcie je bezesporu jednou z nejdůležitějších hodnot, které by měl každý investor nejen znát jako pojem, ale i být schopen si sám vypočítat. Předpokladem úspěšného investora je schopnost využít investiční příležitost, která spočívá právě v rozdílu mezi cenou a vnitřní hodnotou akcie. Investor pak může profitovat na nákupu takových akcií, jejichž cena je pod jejich vnitřními hodnotami.

Existuje mnoho způsobů, jak určit vnitřní hodnotu akcie. Ve své práci se budu zabývat pouze modely nejpoužívanějšími, a to DCF modely (modely založené na diskontovaném cash flow) a ziskovými modely.

3.2.1 DCF modely

Cílem DCF modelů je předpovědět budoucí toky hotovosti přicházející k investoru díky vlastnictví akcie. Vzhledem k tomu, že se jedná o nastávající toky, musíme je diskontovat určitou úrokovou mírou, abychom dostali jejich současnou hodnotu. Rozdíl mezi jednotlivými DCF modely spočívá v tom, co je považováno za budoucí toky hotovosti, jaké předpoklady k jejich vývoji použijeme a jakou použijeme diskontní sazbu. (1)

Základní vzorec, který pro výpočet potřebujeme, je vzorec pro současnou hodnotu budoucích toků. Ten je následující:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

- kde
- PV - současná hodnota budoucích toků
 - n - životnost akcie
 - CF_t - tok hotovosti v periodě t
 - r - diskontní sazba zohledňující požadovaný výnos (1)

Snažíme se tedy zjistit budoucí toky hotovosti včetně jejich časování, čehož dosáhneme, jestliže každý tok diskontujeme příslušnou úrokovou sazbou. Vnitřní hodnotu akcie získáme následným sečtením těchto hodnot.

Modely na principu diskontovaného cash-flow můžeme dále rozdělit podle toho, co je považováno za tok hotovosti a také podle toho, jaké předpoklady jsou kladeny ohledně budoucího vývoje toků hotovosti a jejich růstu. (1)

Rozlišení peněžních toků:

- peněžní tok ve formě dividend, DDM (Dividend discount model)
- peněžní tok pro majitele, FCFE (Free cash flow to the equity)
- peněžní tok do podniku, FCFF (Free cash flow to the firm)
- peněžní tok ve formě ekonomické přidané hodnoty, EVA (Economic Value Added)

DDM (Dividend discount model)

- založeno na současné hodnotě budoucích dividend. Tento model je založen na skutečnosti, že vnitřní hodnota akcie je rovna současné hodnotě všech budoucích peněžních toků plynoucích z akcie. Diskontování budoucích peněžních toků se provádí pomocí požadované výnosnosti, která se skládá z bezrizikové úrokové sazby, prémie za riziko a prémie za likviditu. Tento model pochopitelně není možné aplikovat na společnost, která nevyplácí dividendy (1, 5).

Dividenda vyjadřuje právo akcionáře na podíl z čistého zisku akciové společnosti, který valná hromada schválila k rozdělení z hospodářského výsledku. Dividendy jsou rozdělovány z části zisku. Další část zisku společnosti bývá zpravidla ponechána k dalšímu rozvoji podnikání. FCFE model neboli volný tok hotovosti k vlastnímu kapitálu zohledňuje i tuto část zisku a zahrnuje ji do výpočtu vnitřní hodnoty akcie.

FCFE (Free cash flow to equity)

- umožňuje vymežit vnitřní hodnotu akcie z pohledu akcionáře, tj. majitele společnosti. Vyjadřuje tok hotovosti, který zůstane po zaplacení všech finančních závazků, po kapitálových výdajích a po pokrytí nároků na pracovní kapitál. Hodnota volných peněžních prostředků je zvyšována o odpisy, jelikož se jedná o volné peněžní prostředky, která má firma k dispozici, popř. o hodnotu

nových úvěrů, které jsou firmě poskytnuty. FCFE model měří schopnost společnosti vyplácet dividendy.(1)

- Model FCFE jde v běžném období vyjádřit takto:

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{čistý zisk} \\ & + \text{odpisy} \\ & - \text{investiční výdaje} \\ & - \text{změna pracovního kapitálu} \\ & - \text{splátky dluhu} \\ & + \text{nové emise dluhových instrumentů (popř. nové úvěry)}^1 \end{aligned}$$

FCFF (Free cash flow to the firm)

- vyjadřuje tok hotovosti všem držitelům různých nároků vůči společnosti. Jedná se zejména o akcionáře, věřitele, ale i o vlastníky prioritních akcií. Tento model se od ostatních odlišuje úpravou budoucích peněžních toků na současnou hodnotu, jelikož na rozdíl od předchozích modelů používá veličinu průměrných vážených nákladů kapitálu neboli WACC, která zohledňuje náklady vynaložené na všechny druhy kapitálu, nikoliv pouze na kapitál týkající se akcionářů. Předchozí modely používají místo toho požadované výnosové míry (1, 11).
- Vyjádření modelu FCFE v běžném období je následující:

$$\begin{aligned} FCFF = & \text{zisk před zdaněním a úroky (1 – daňová sazba)} \\ & + \text{odpisy} \\ & - \text{investiční výdaje} \\ & - \text{změna pracovního kapitálu}^2 \end{aligned}$$

EVA (Economic value added)

- Ukazatel EVA je známý zejména jako nástroj řízení podniku, který je zaměřen na tvorbu a zvyšování jeho tržní hodnoty. Důležitou roli však hraje i při oceňování podniku z pohledu investora, kdy je kladen důraz na ocenění podniku, který je tržně orientovaný. V takovém případě se vychází ze skutečnosti, že

¹ VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. ASPI, 2007, s. 362.

² VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. ASPI, 2007, s. 366.

akcionářská hodnota a tržní hodnota vlastního kapitálu jsou dvě stejné věci. Podle současných teorií by tržní hodnota měla zároveň odpovídat současné hodnotě čistých výnosů investora, které vyplývají z držení akcie. Tyto příjmy se skládají z plateb podniku pro investora (např. dividendy) a také z plateb „třetích“ osob ve prospěch investora (např. platby související s prodejem a nákupem akcií). Zjišťování těchto výnosů by pro oceňování podniku bylo však dost složité, a proto se výpočet provádí nepřímou – nikoliv přes příjmy akcionáře, ale přes odhad celkové hodnoty podniku (11).

Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv

+ ***Tržní hodnota neoperačních aktiv***

- ***Tržní hodnota závazků***

= ***Tržní hodnota vlastního kapitálu***³

- Pro ocenění metodou EVA potřebujeme nejdříve vypočítat očekávanou tržní přidanou hodnotu (MVA), čistá operační aktiva (NOA), tržní hodnotu provozně nepotřebných aktiv (A) a tržní hodnotu úročených dluhů (CK). Z těchto hodnot se pak skládá vzorec pro hodnotu podniku jako celku – značíme Hb (5, 11):

$$Hb = MVA + NOA + A - CK$$

Data potřebná pro výpočet

Diskontní sazba – vyjadřuje výnosovou míru, kterou jsou přepočítávány budoucí peněžní toky na současnou hodnotu. Diskontní sazbu můžeme rozložit na dvě části, na bezrizikovou sazbu a rizikovou prémii. Pro zjištění bezrizikové míry je nejlepší vzít nejdelší možný dluhopis, který je na trhu. V současné době se jedná o dluhopis se splatností v roce 2036, u něhož je výnosová míra 4,20 %. Riziková premie tvoří druhou část diskontní sazby. Na rozdíl od bezrizikové míry se nedá přesně určit, jedná se o subjektivní hodnotu, jakou investor požaduje za to, že vloží své volné finanční prostředky do cenného papíru s vyšším rizikem než je u státních dluhopisů (41).

³ MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*, Ekopress, 2007, s. 67.

Prognóza vývoje dividend a zisku - vývoj dividend a zisku se dá zjistit na základě historické míry růstu, míry růstu odhadovanou analytiky, popř. mírou růstu odvozenou od firemních finančních ukazatelů. Míra růstu na základě historických údajů není náročná na výpočet, avšak je nutné si uvědomit, že se jedná o údaje z minulosti a budoucí vývoj může být hodně odlišný. Odhady analytiků na vývoj dividend, popř. zisku jsou oproti předešlému způsobu daleko přesnější, a to i přesto, že odhady těchto odborníků jsou subjektivní a častokrát nemají matematický základ. Míra růstu stanovená prostřednictvím firemních finančních ukazatelů pracuje s konkrétními hodnotami a dochází tak k důslednému respektování současné finanční situace firmy (11).

Prognóza vývoje cash flow - taktéž velmi důležitá veličina při stanovení vnitřní hodnoty akcie. Při výpočtu míry růstu cash flow můžeme vycházet ze všech uvedených způsobů výpočtu míry růstu dividend a zisku uvedených v předchozím odstavci. Vývoj cash flow je velmi obtížné odhadnout, jelikož vykazuje velkou kolísavost (11).

Požadovaná výnosová míra – vyjadřuje cenu (výnos), kterou investor požaduje jako kompenzaci za odložení spotřeby a podstoupení určitého rizika. Požadovaná výnosová míra bývá nejčastěji stanovena pomocí modelu CAPM, který vysvětluje vztah mezi úrovní tržní ceny cenného papíru a jeho rizikem. S praktickým využitím tohoto modelu je však spojeno hned několik problémů, spočívajících např. v nemožnosti zohlednit značnou kolísavost beta faktoru, která zkresluje výsledné hodnoty. Navíc model CAPM nebere v úvahu existenci transakčních nákladů, daně z příjmů či inflaci (6, 11).

Modelový příklad

Cílem tohoto modelového příkladu není ukázat na konkrétních datech výpočet některého z DCF modelů, ale poukázat na to, že pro drobného investora tento způsob stanovení vnitřní hodnoty akcií není tou nejlepší volbou. Výpočet je velmi pracný a v případě „laického“ investora i velmi nepřesný. Investor by sice mohl při výpočtech jednotlivých typů DCF modelů postupovat pomocí odborné literatury, avšak podle

mého názoru je lepší používat pro stanovení vnitřní hodnoty akcií ziskové modely a na místo pracných výpočtů DCF modelů čerpat z analýz např. společnosti BH Securities a.s., která je součástí Česko-slovenského holdingu Proxy-Finance a. s.

Jak již bylo zmíněno, problémy při použití DCF modelů jsou při predikci budoucího vývoje toku hotovosti. Samotná firma velmi těžko např. v polovině roku odhaduje, jaké budou její výsledky na konci roku. V mnohem složitější situaci je investor, který by měl navíc v rámci stanovení vnitřní hodnoty akcie odhadnout vývoj na několik let dopředu.

Názorně si to můžeme ukázat v následující tabulce, ve které jsou vypočtené současné hodnoty budoucích toků hotovosti ve třech variantách. V základní variantě je předpokládané cash flow v prvním roce 15, dále cash flow poroste až do desátého roku rychlostí 15 % ročně. Diskontní sazba je 8 %. V minimální variantě se předpokládá, že skutečný růst cash flow po dobu deseti let bude o 2,5 % nižší, tj. 12,5 %, a diskontní sazba bude 10% (o 2% vyšší než základní). Naopak v maximální variantě se domníváme, že růst cash flow bude o 2,5 % vyšší než základní, tj. 17,5 % ročně, a diskontní sazba bude 6 % ročně. Minimální varianta představuje situaci, kdy v základní variantě došlo k nadhodnocení růstu cash flow a podhodnocení diskontní sazby o 2 %. Maximální varianta je v podstatě pravým opakem, tzn. podhodnocení růstu cash flow oproti základní variantě a nadhodnocení diskontní sazby o 2 %. Odchyly od základní varianty jsou označeny jako chyby (chyba v růstu cash flow, chyba v diskontní sazbě).

(1).

Rok	Základní cash flow	Min CF	Max CF	Základní diskontní sazba	Min DS	Max DS	Základní PV	Min PV	Max PV
2004	15,00	15,00	15,00	1,00	1,00	1,00	15,00	15,00	15,00
2005	17,25	16,88	17,63	1,08	1,06	1,10	15,97	15,34	16,63
2006	19,84	18,98	20,71	1,17	1,12	1,21	17,01	15,69	18,43
2007	22,81	21,36	24,33	1,26	1,19	1,33	18,11	16,05	20,43
2008	26,24	24,03	28,59	1,36	1,26	1,46	19,28	16,41	22,65
2009	30,17	27,03	33,60	1,47	1,34	1,61	20,53	16,78	25,10
2010	34,70	30,41	39,47	1,59	1,42	1,77	21,86	17,17	27,83
2011	39,90	34,21	46,38	1,71	1,50	1,95	23,28	17,56	30,85
2012	45,89	38,49	54,50	1,85	1,59	2,14	24,79	17,95	34,19
2013	52,77	43,30	64,04	2,00	1,69	2,36	26,40	18,36	37,90
TV	60,68	48,71	75,24	0,03	0,01	0,05	2022,78	974,20	7524,37
Vnitřní hodnota akcie							2210,02	1125,50	7758,38

Tabulka 8: DCF model

zdroj: Gladiš, D., *Naučte se investovat (1)*; vlastní výpočty

Základní růst cash flow	15
Chyba v růstu cash flow	2,5
Základní diskontní sazba	8
Chyba v diskontní sazbě	2
Nekonečný růst cash flow	

Rozdíly mezi jednotlivými variantami jsou zjevné. Zatímco v základní variantě vyšla současná hodnota 2 210, v minimální variantě je pouze 1 125,50 a v maximální variantě je dokonce 3,5x vyšší než ve variantě základní, a to cca 7 758. Výsledné hodnoty jsou velmi rozdílné, a proto si myslím, že pro investora, který si chce vypočítat vnitřní hodnotu akcie, není model DCF tou nejspolehlivější možností.

3.2.2 Ziskové modely

Další uvedenou možností, jak můžeme zjistit vnitřní hodnotu akcie, jsou ziskové modely. Mezi ukazatele tohoto typu patří zejména P/E ratio, P/BV ratio a P/S ratio. Každý z těchto ukazatelů bude podrobněji vysvětlen níže.

P/E ratio

Ukazatel P/E ratio (Price to earnings ratio) je založen na poměru mezi kurzem, resp. cenou akcie a čistým ziskem na akcii. Patří mezi nejoblíbenější ukazatele kapitálového

trhu, které jsou používány v každodenní praxi. Pomocí tohoto indikátoru zjistíme, kolik Kč je investor ochoten zaplatit za jednu Kč zisku produkovaného společností, která danou akcii emitovala. Oproti DCF modelům je jeho výhodou nenáročnost a rychlost při jeho výpočtu, jednoduchost jeho použití a v neposlední řadě srozumitelnost (1, 11).

Uvedený ukazatel však nemůžeme použít vždy. Jelikož P/E ratio vychází ze zisku na akcii, není možné ho použít v případě, kdy firma vykazuje ztrátu. Kromě toho je potřeba si uvědomit, že výše zisku nemusí mít vždy stejnou vypovídací hodnotu - hodnota čistého zisku může být zkreslena zvolenou účetní nebo daňovou metodikou. Rozdíly mezi společnostmi mohou konkrétně nastat v případě, zvolí-li dvě společnosti odlišný způsob odpisování, tzn. jedna společnost se rozhodne pro rovnoměrné odpisování a druhá zvolí variantu zrychlených odpisů. V prvních letech odpisování tak bude společnost používající zrychlený odpis vykazovat nižší zisk než společnost druhá. Větší vypovídací hodnotu bude mít porovnání ukazatele P/E ratio u firem, které působí ve stejném odvětví a stejné ekonomice (1, 11).

Pro výpočet ukazatele P/E ratio lze použít běžný, očekávaný či minulý zisk, popř. kurz (cenu) akcie. Podle toho, jaký druh zisku a kurzu použijeme, můžeme kalkulovat různé druhy ukazatele P/E ratio, které tím budou mít různou vypovídací schopnost i odlišné oblasti použití (11).

Na kurzovních lístcích se nejčastěji používá ukazatel běžné P/E ratio, který je dán poměrem aktuálního kurzu akcie a běžného zisku na akcii, kterým se míní poslední zveřejněný zisk společnosti. O akciích s vysokým P/E se hovoří jako o drahých akciích a naopak tituly s nižším P/E jsou považovány za levné. Investor by se však nikdy neměl rozhodovat pouze na základě tohoto ukazatele, jelikož samo P/E mu neprozradí, zda akcie dané společnosti porostou, nebo budou klesat, i když mohou investorovi pomoci v jeho odhadu. Jestliže je P/E příliš vysoké, hodnoty vyšší než 17, je zde pravděpodobnost poklesu akcie, popř. investoři čekají růst zisku akcie (v této situaci už zřejmě dost nadhodnocené), nicméně takováto investice se stává rizikovou. Pohybuje-li se naopak poměr nízko, hodnoty 0 – 10, jedná se nejspíš o podhodnocenou akcii, u které můžeme očekávat růst, popř. investoři očekávají pokles zisku společnosti v budoucnosti.

Hodnoty v rozmezí 10 – 17 odpovídají společnostem, které se obchodují za „spravedlivou cenu“ a v tomto případě bude pohyb kurzu menší. Uvedené hodnoty je třeba brát jen orientačně, jelikož výjimka potvrzuje pravidlo a hlavně, jak už bylo zmíněno, bychom se neměli rozhodovat pouze na základě tohoto poměrového ukazatele (10, 11, 23).

Modelový příklad

Nabídková cena akcií Zentiva, uvedená v prospektu, je 485 Kč za akcii. Základní zisk na akcii k 31. 12. 2003 činil 24,29 Kč/akcii. Hodnoty jsou čerpány z výroční zprávy společnosti Zentiva (56).

$$P / E = \frac{\text{cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}$$

$$P / E = \frac{485}{24,29} = 19,97$$

Podle tohoto výpočtu ukazatele P/E je akcie nadhodnocena, z tohoto pohledu tedy není vhodnou volbou investora pro investici. V případě tohoto ukazatele je však velmi důležité, jakým způsobem se vypočítává zisk na akcii a který zisk na akcii použijeme, zda základní či zředěný.

Rozdílné přístupy k výpočtu zisku na akcii jsou patrné i v případě společnosti Zentiva. Společnost Zentiva uvádí hodnoty zisku na akcii jak ve svých výročních zprávách, tak i v prospektu, který byl vyhotoven pro účely přijetí společnosti Zentiva na Burzu cenných papírů Praha. Mezi hodnotami jsou však velké rozdíly. Zatímco základní zisk na akcii uvedený ve výroční zprávě k 31. 3. 2003 činí již zmíněných 24,29 Kč na akcii, základní zisk na akcii v prospektu k 31. 3. 2004 je 2 742 Kč na akcii. Tyto rozdíly jsou zapříčiněné způsobem výpočtu. V následující části upozorním na vliv způsobu výpočtu na výsledky ukazatel P/E.

Výpočet základního zisku na akcii podle výroční zprávy a jeho vliv na P/E:

$$\text{Základní zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk připadající na akcionáře vlastníci kmenové akcie}}{\text{průměrný počet kmenových akcií v oběhu bez akcií vlastních}}$$

	31.12.2003	31.3.2004
Základní zisk na akcii	24,29	15,67
P/E	19,97	30,95

Průměrný počet kmenových akcií v oběhu bez akcií vlastních k 31. 12. 2003 byl 26 722 500 ks. K datu 31. 3. 2004 jsem použila stejný počet, jelikož podle výroční zprávy za rok 2004 ke změnám v počtu akcií došlo až po uvedeném datu.

Z výsledků ukazatele P/E by investor došel k závěru, že tyto akcie jsou nadhodnocené a tudíž nejsou vhodné k investici, jelikož hodnota ukazatele je k 31. 12. 2003 vysoká a v dalším čtvrtletí dokonce ještě stoupá.

Výpočet základního zisku na akcii podle prospektu:

$$\text{Základní zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk připadající na akcionáře vlastníci kmenové akcie}}{\text{vážený průměr počtu emitovaných kmenových akcií}}$$

	31.12.2003	31.3.2004
Základní zisk na akcii	4 250	2 742
P/E	0,11	0,18

Vážený průměr počtu emitovaných kmenových akcií byl k 31. 12. 2003 i k 31. 3. 2004 vždy 152 700 ks. V tomto případě jsou výsledky ukazatele P/E v obou obdobích pro investora velmi příznivé, jelikož symbolizují podhodnocené akcie.

Cílem dvou způsobů výpočtů není zjistit, který z výpočtů je správný, ale upozornit investora na fakt, že na ukazatel P/E má vliv mnoho faktorů.

P/BV ratio

Ukazatel P/BV (Price to book value ratio) je dalším poměrovým ukazatelem používaným na kapitálovém trhu. Jedná se o poměr ceny a účetní hodnoty společnosti na akcii. Účetní hodnota společnosti je dána objemem vlastního kapitálu, tj. účetní hodnotou celkových aktiv po odečtení cizího kapitálu (rezervy, závazky, ostatní pasiva a menšinový kapitál). Výsledek ukazatele P/BV vypovídá o tom, kolik Kč jsou investoři

ochotni zaplatit za jednu Kč vlastního kapitálu té dané firmy. Oproti ukazateli P/E můžeme P/BV použít i v případě, vykazuje-li společnost ztrátu (1, 10, 11).

Oproti ukazateli P/E a P/S, který je popsán níže, má ukazatel P/BV z pohledu investora nižší vypovídací hodnotu. Důvodem je předmět zájmu investora, který se zaměřuje hlavně na informace týkající se skutečných a očekávaných zisků, popř. tržeb společnosti – údaje o účetní hodnotě tedy nejsou stěžejní a uspokojivou informací.

Mezi negativa tohoto ukazatele můžeme uvést, mimo již zmíněnou nižší vypovídací hodnotu, skutečnost, že účetní hodnota vlastního kapitálu se může ve skutečnosti výrazně odlišovat od její tržní hodnoty. Konkrétně účetní hodnota hmotného investičního majetku společnosti bývá většinou hluboko pod její tržní hodnotou. Ukazatel P/BV se proto používá zejména při srovnání v bankovním sektoru, jelikož v tomto odvětví má dobrou vypovídací schopnost – banky drží ve svých aktivech převážně pohledávky za klienty, tj. poskytnuté úvěry klientům, jejichž účetní hodnota je díky systému opravných položek neustále udržována na tržní úrovni, z čehož vyplývá, že vlastní kapitál banky více odpovídá tržní hodnotě banky a tím ukazatel P/BV více odpovídá skutečnosti. Jestliže použijeme ukazatel P/BV v jiném než bankovním odvětví, je třeba mít na paměti, že je velmi citlivý na účetní metodiku a praktiky aplikované ve firmě, jak je tomu v případě ukazatele P/E, a proto i zde není vhodné srovnávat mezi firmami a zeměmi, které používají rozdílnou účetní metodiku a praktiky (11, 19).

Pro identifikování nadhodnocené, popř. podhodnocené akcie je dobré porovnávat ukazatel P/BV s ukazatelem rentability vlastního kapitálu (ROE), který informuje o míře zhodnocení prostředků vložených do společnosti akcionáři. Při srovnávání těchto dvou ukazatelů mohou nastat následující situace:

- vysoké ROE, nízké P/BV: upozorňuje na vysokou míru zhodnocení vlastního kapitálu, tzn. vysoký výnos a zároveň nízkou cenu – typické pro podhodnocenou akcii, která je vhodná ke koupi;
- nízké ROE, vysoké P/BV: nízká produkce výnosu a přecenění výnosového potenciálu společnosti investory;

- vysoké ROE, vysoké P/BV: v tomto případě se jedná o akcie s vysokým výnosovým potenciálem. Společnost vytváří vysoký výnos, čímž se samozřejmě stává velmi atraktivní pro investory;
- nízké ROE, nízké P/BV: opak předchozí situace, což je důsledkem nízké atraktivity pro investory. (11)

Modelový příklad

Nabídková cena akcií Zentiva, uvedená v prospektu, je 485 Kč za akcii. Vlastní kapitál k 31. 3. 2003 byl 2 932 790 000 Kč. Společnost dosáhla ke stejnému datu hospodářského výsledku po zdanění 487 387 000 Kč. Průměrný počet kmenových akcií bez akcií vlastních byl 152 700 ks (56).

$$ROE = \frac{\text{hospodářský výsledek po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} * 100 [\%]$$

$$ROE = \frac{487\,387\,000}{2\,932\,790\,000} * 100 = 16,62\%$$

$$P / BV = \frac{\text{cena akcie}}{\text{účetní hodnota akcie}}$$

$$P / BV = \frac{485}{\frac{2\,932\,790\,000}{152\,700}} = 0,025$$

Z uvedeného vyplývá, že společnost Zentiva má opravdu nízké hodnoty ukazatele P/BV a hodnoty ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE) jsou spíše vyšší, z čehož je zřejmé, že akcie v době primární emise na Burze cenných papírů Praha, a. s. byly podhodnocené a tudíž se staly vhodnou příležitostí ke koupi pro investora.

P/S ratio

Posledním uvedeným ukazatelem u ziskových modelů je P/S ratio (Price to sales ratio), který vyjadřuje poměr ceny akcie a tržeb společnosti na jednu akcii. Díky ukazateli P/S tedy zjistíme, kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu akcii tržeb.

Tento ukazatel je v poslední době analytiky využíván na kapitálovém trhu čím dál častěji, poněvadž tržby společnosti nejsou tolik ovlivnitelné účetní a daňovou metodikou, jak je tomu v případě ukazatele P/E, popř. P/BV a můžeme ho použít i u nově založených firem, které zatím nedosahují zisků (1, 5, 11).

Při použití ukazatele P/S ratio je nejlepší, porovnááme-li ho se ziskovou marží dané společnosti. Stejně jako u porovnávání předchozího ukazatele P/BV s ROE, můžou i v tomto případě nastat 4 situace:

- nízké P/S, vysoká zisková marže: charakteristické pro podhodnocené akcie, kdy tržní ohodnocení je nízké a vysoká zisková marže charakterizuje možnost budoucího vysokého výnosu;
- vysoké P/S, nízká zisková marže: opak předchozí situace, tzn. akcie jsou nadhodnocené, tzn. tržní ocenění akcií je přehnaně vysoké a nízká zisková marže upozorňuje na nízký výnos;
- vysoké P/S, vysoká zisková marže: typické pro akcie firem s nadprůměrně vysokým výnosovým potenciálem;
- nízké P/S, nízká zisková marže: týká se firem, které se potýkají s problémy v podnikání (11).

Modelový příklad

I v tomto modelovém příkladu budeme vycházet z dat společnosti Zentiva, která jsou uvedena v prospektu cenného papíru. Cena akcie je tedy 485 Kč za akcii, čistý zisk 487 387 000 Kč, tržby 2 625 043 000 Kč. Průměrný počet kmenových akcií bez akcií vlastních byl 152 700 ks (56).

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} * 100 [\%]$$

$$\text{Zisková marže} = \frac{487\,387\,000}{2\,625\,043\,000} * 100 = 18,57\%$$

$$P/S \text{ ratio} = \frac{\text{cena akcie}}{\text{tržby na akcii}}$$

$$P/S = \frac{485}{\frac{2\,625\,043\,000}{152\,700}} = 0,03$$

Zisková marže 18,57 % sice nepatří mezi velmi vysoké, avšak bezesporu o hodnoty vyšší. Hodnoty P/S ratio jsou naopak velmi nízké. Celkově můžeme říci, že podle těchto výpočtů jsou akcie společnosti Zentiva podhodnocené a lze u nich tedy předpokládat budoucí výnos.

3.3 Burza v ČR, Polsku a Maďarsku

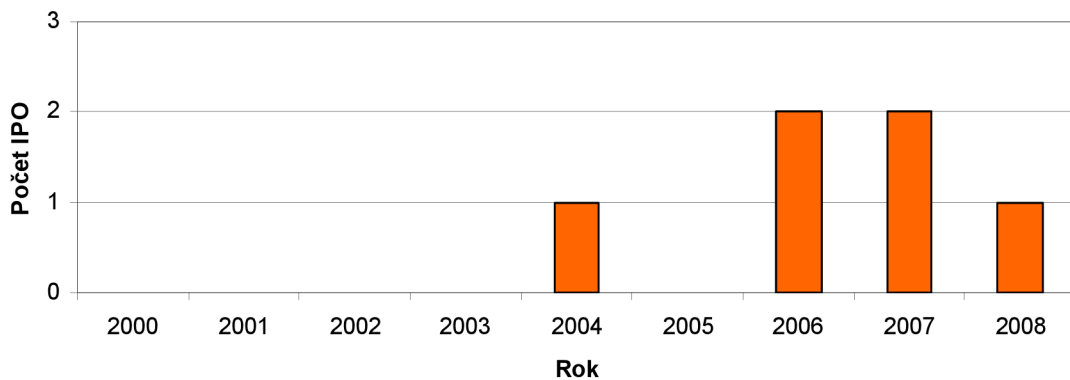
Burzu v České republice, Polsku a Maďarsku jsem si vybrala proto, že je nám, Evropanům, bližší. I když mnoho výzkumů a teorií vychází z dění na burzách v USA, je důležité nezapomenout na to, že i v Evropě jsou primární emise akcií v některých státech velmi rozvinuté – tím mám na mysli burzy v Polsku a Maďarsku. V České republice bohužel tento finanční zdroj pro další růst společností zatím moc rozšířený není. V následující části budou jednotlivé burzy (Burza cenných papírů Praha, Varšavská burza a Budapešťská burza) popsány detailněji.

3.3.1 Česká republika – Burza cenných papírů Praha (BCPP)

Snahy o založení burzy se datují už od dob Marie Terezie, avšak burza byla založena až 23. března 1871. Na pražské burze se obchodovalo nejen s cennými papíry, ale i se všemi druhy zboží, včetně obilí a ostatních zemědělských plodin. Velký úspěch zaznamenala burza v obchodu s cukrem, pro který se stala klíčovým trhem v celém Rakousko-Uhersku. Činnost burzy byla v minulosti přerušena během první světové války, kdy byla zakázána činnost všech burz v Rakousku-Uhersku. Opětovně byla burza otevřena až 3. února 1919, avšak ne na dlouho, jelikož činnost burzy ukončila druhá světová válka, po které se už činnost burzy neobnovila. Novodobá historie pražské burzy se začala psát až po pádu komunismu, respektive 6. dubna 1993, kdy se na burzovním parketu uskutečnily první obchody. V letech 1993 a 1995 došlo k velkému zvýšení obchodovaných emisí, což bylo způsobeno příchodem akcií z obou vln kuponové privatizace. Bohužel za prvních 10 let činnosti BCPP neproběhl ani jeden úspěšný úpis akcií nové společnosti (17).

BCPP si je vědoma problému s malým počtem úpisu nových akcií, které by byly impulsem pro rychlý rozvoj ekonomiky, a proto se snaží zatraktivnit obchodování pomocí řady kroků tak, aby se stala rovnocenným partnerem na globalizujícím se akciovém trhu. Tyto kroky spočívají zejména ve snaze o zvýšení likvidity (vyřazení nekvalitních emisí, dělení trhů) a přesunu obchodů do kurzotvorného segmentu (obchodování v systémech KOBOS a především SPAD) (33).

Počet IPO na BCPP (2000 - 2008)



Graf 6: Počet IPO na BCPP v letech 2000 – 2008
zdroj: FESE – statistics (29)

3.3.2 Polsko – Varšavská burza (WSE)

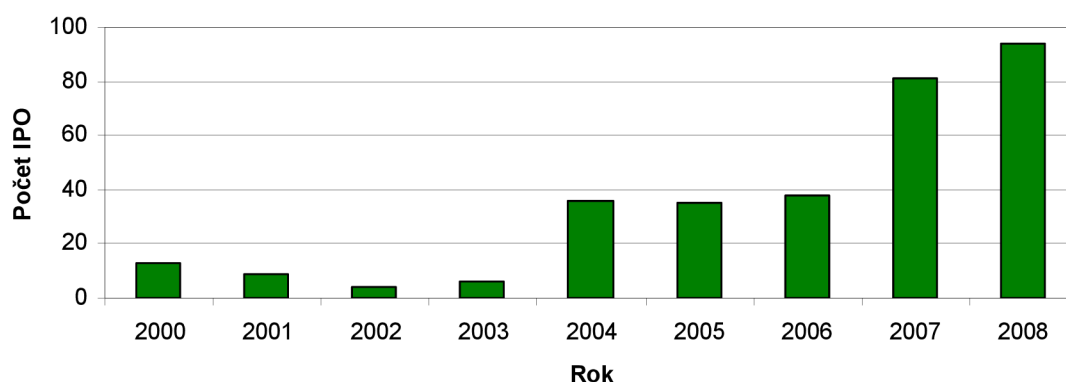
První polská burza cenných papírů vznikla ve Varšavě v roce 1817. Obchodovalo se zejména s obligacemi a jinými dluhovými cennými papíry. Obchodování s akciemi se v Polsku rozvinulo až v druhé polovině 19. století. Po válce byla burza uzavřena a opět otevřena byla až po roce 1989. V roce 1990 byla podepsána smlouva o spolupráci mezi Polskem a Francií, která poskytla nejen finanční pomoc, ale i řadu zkušeností ohledně vzniku burzy cenných papírů. Varšavská burza cenných papírů vznikla jako státní akciová společnost 12. dubna 1991, podepsáním zakládajícího zákona burzy cenných papírů. Společně s ní pak byla založena i polská komise pro cenné papíry. První obchodování se uskutečnilo 16. dubna 1991 – na burze bylo tehdy kótováno 5 společností. V říjnu roku 1994 se WSE stala jako první ze zemí východní a střední Evropy plnoprávným členem Mezinárodní federace burz cenných papírů (17).

Zatímco BCPP bojuje s malým počtem primárních emisí, Varšavská burza neboli WSE je v počtu IPO lídrem v celé Evropě. Přístup polské vlády, která je ochotna realizovat privatizaci všech velkých společností přes burzu, společně s vyspělým zdravým prostředím s kvalitním dohledem, vytváří příznivé prostředí pro rychlý rozvoj kapitálového trhu v Polsku. Velký pozitivní vliv má i povinnost penzijních fondů investovat určité procento peněz svých klientů na domácím akciovém trhu (38).

Od roku 2004 se obchoduje na dvou trzích. Pravidla pro přístup na hlavní trh jsou přísnější zejména, co se týká informační povinnosti a transparentnosti než podmínky na paralelním trhu. Dalším dělením je zařazení společností do segmentů podle jejich velikosti. Společnosti s tržní kapitalizací větší než 250 milionů euro jsou zařazeny do segmentu 250 PLUS, menší firmy pak spadají buď do segmentu 50 PLUS nebo 5 PLUS (17).

30. srpna 2007 Varšavská burza spustila nový alternativní trh s názvem NewConnect. Tento trh je určený pro malé a střední, dynamicky se rozvíjející společnosti, které neplánují emise o velkých objemech. Likvidita a objemy obchodů jsou na tomto trhu samozřejmě nižší než na hlavním trhu, na druhou stranu je to ale pro společnosti příležitost, protože podmínky pro vstup na tento trh jsou jednodušší, jelikož se neřídí evropskými regulačními nástroji. Pro investora jsou pak výhodou nižší poplatky spojené s obchodováním na tomto trhu (17, 38).

Počet IPO na WSE (2000 - 2008)



Graf 7: Počet IPO na Varšavské burze v letech 2000 – 2008
zdroj: FESE – statistics (29)

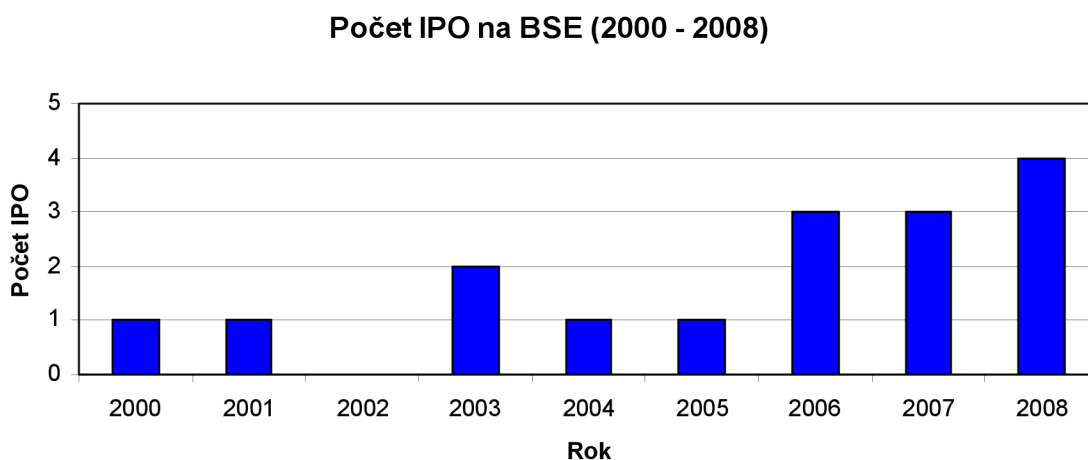
3.3.3 Maďarsko - Budapešťská burza (BSE)

Budapešťská burza cenných papírů byla založena 18. ledna 1864 v Pešti císařem Františkem Josefem I. Od roku 1868 se na burze začalo obchodovat i s obilím, čímž došlo k přejmenování burzy na Budapešť Stock and Commodity Exchange. Pod tímto názvem burza existovala celých osmdesát let. Koncem 19. století burza patřila mezi významné finanční instituce ve střední a východní Evropě, o čemž svědčí i fakt, že kurzy byly pravidelně zveřejňovány ve Vídni, Frankfurtu, Londýně i Paříži (17).

Činnost burzy byla v minulosti i několikrát přerušena. Poprvé kvůli ekonomické krizi na počátku 30. let, kdy byla burza uzavřena od léta 1931 do podzimu 1932. Na daleko delší dobu pak byla činnost burzy pozastavena po znárodnění v roce 1948 a to na dlouhých 42 let. V roce 1987 byla podepsána dohoda o souhlasu s regulovaným obchodem s cennými papíry, což bylo v podstatě důsledkem snahy o obnovení organizovaného trhu od konce 80. let, a v březnu 1990 byl přijat Zákon o cenných papírech, díky kterému byla v červnu téhož roku znovu otevřena Budapešťská burza cenných papírů a to dokonce jako první v postkomunistických zemích (17).

Maďarsko, podobně jako Česká republika, má problémy se vstupem nových společností na burzu. Kvůli tomu přišlo maďarské ministerstvo hospodářství a dopravy v roce 2005 se „systémem dotací pro podniky plánující IPO na BSE“. Ministerstvo tak v tendru vybírá společnosti, kterým „přispěje“ polovinou na náklady spojené se vstupem na BSE (náklady na finanční poradenství, audit, právní služby, náklady na marketing, náklady na poplatky účtované Centrálním depozitářem cenných papírů, atp). Tento příspěvek probíhá formou dodatečného financování po vstupu společnosti na burzu na základě předložených faktur. O dotaci může požádat společnost, která má sídlo v některé z členských zemí Evropského hospodářského prostoru. Zároveň se tato společnost musí před podáním přihlášky do tendru začlenit do tzv. klubu firem schopných vstoupit na burzu, který založila samotná budapešťská burza. Pro jednu společnost je určeno maximálně 25 milionů forintů a celkově je možné uvolnit ročně až 100 milionů forintů. Jestliže společnost čerpala tuto dotaci, musí akcie společnosti nechat na burze alespoň dva roky, v opačném případě musí tuto dotaci vrátit. BSE (Budapešťská burza neboli Budapest Stock Exchange) se tímto krokem skutečně podařilo zastavit pokles počtu

nových titulů na burze a od roku 2006 vstoupily na burzu každý rok minimálně tři společnosti (17, 36).



Graf 8: Počet IPO na BSE v letech 2000 – 2008
zdroj: FESE – statistics (29)

3.4 Analýzy vybraných burz

V této kapitole jsou provedeny regresní analýzy vybraných makroekonomických jevů, které jsou zmiňovány v odborných publikacích jako kurzotvorné faktory akciových instrumentů. Regresní analýza pracuje s funkční závislostí nezávisle proměnné, označované „ x “, a závisle proměnné, označované „ y “, kterou měříme či sledujeme. Bohužel ne ve všech případech však mohla být regresní analýza použita. Důvodem byl nedostatek dat k této analýze. V některých případech, konkrétně u burzy v Polsku a Maďarsku, je pouze znázorněn graf, u kterého je popis situace v jednotlivých letech, ale bez proložení bodů regresní přímkou, jako tomu je ve zbylých případech (3).

U jednotlivých zemí nejsou provedeny vždy stejné závislosti a i zkoumané jevy jsou různé. Snahou bylo zmínit pouze zajímavé závislosti, ne provést výčet všech možných. Proto například závislosti, kde figurují počty IPO, jsou uvedené pouze u polské burzy. Na BCPP či BSE nemá smysl vzhledem k nízkému počtu uskutečněných primárních emisí tuto závislost sledovat.

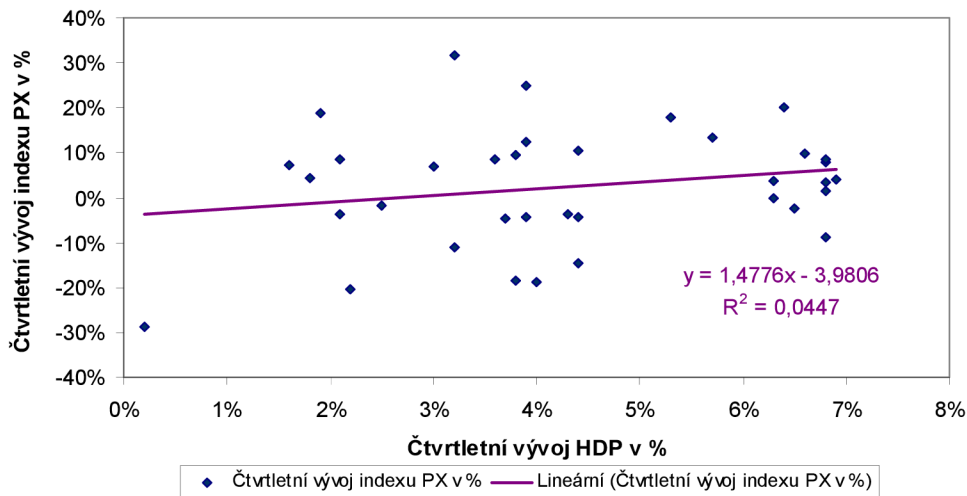
3.4.1 Burza cenných papírů Praha (BCPP)

Českému akciovému trhu se dlouho primární emise vyhýbaly. Změnila to až společnost Zentiva, N. V.⁴ Akcie této farmaceutické společnosti se začaly na pražské burze obchodovat v roce 2004. Rok poté však na burzu opět žádná společnost nevstoupila. Až v roce 2006 se znovu uskutečnily další emise – realitní společnosti ECM Real Estate Investments, A. G. a výrobce umělých vláken PEGAS Nonwovens, SA. Následující rok se uskutečnily taktéž dvě emise – nepříliš úspěšná emise společnosti AAA Auto Group, N. V. a emise společnosti VGP, N. V. V loňském roce už však na burzu vstoupila pouze jedna společnost, a to společnost NWR, N. V. zabývající se vyhledáváním, těžbou a prodejem černého uhlí (15).

Ve srovnání s jinými burzami je na tom pražská burza dle realizovaných primárních emisí stále špatně. Pražská burza se snaží zatraktivnit vstup na burzu, ale prozatím se jí to příliš nedaří. Vzhledem k této skutečnosti tedy neprovádím analýzu, kde by figuroval počet IPO na BCPP.

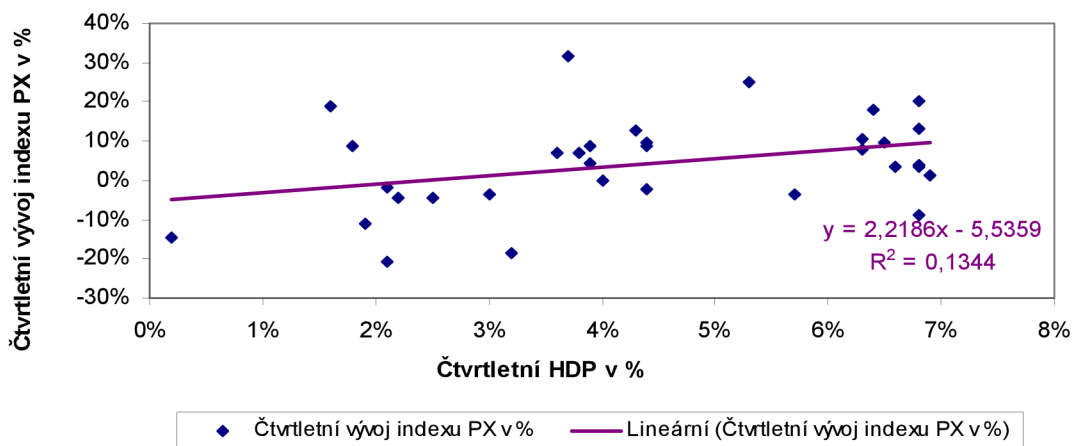
Společnosti, které uvažují o vstupu na burzu, se snaží vždy emisi svých akcií vhodně načasovat. Obecně je příhodnou dobou pro vstup na burzu období hospodářského růstu, kdy můžeme mluvit o investorském optimismu. V následujícím grafu je na ose x jako nezávisle proměnná uveden čtvrtletní vývoj HDP v procentech a zkoumanou veličinou, tedy závisle proměnnou, je na ose y čtvrtletní vývoj indexu PX, taktéž v procentech. Čtvrtletní vývoj je za období let 2000 – 2008. Burzovní index je velmi důležitým ukazatelem trhu, jelikož díky němu je možné sledovat vývoj tohoto trhu i jeho vývojové tendence. Odráží nejen současný stav vývoje trhu, ale i dlouhodobý vývoj trhu včetně jeho trendu.

⁴ N. V. je zkratkou pro „veřejnou společnost“, založenou dle nizozemského práva



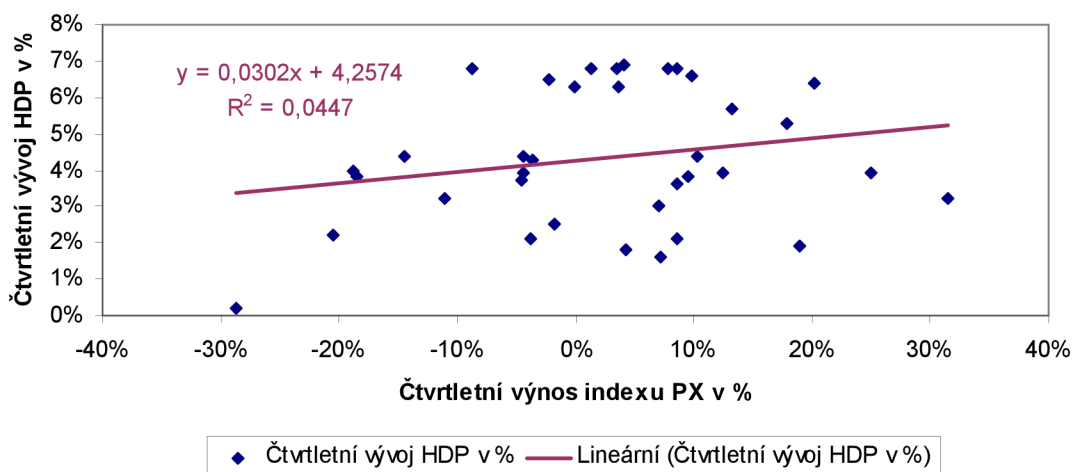
Graf 9: Vliv vývoje HDP na vývoj indexu PX
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15, 53)

Graf do určité míry potvrzuje fakt, že s růstem HDP roste i výnos indexu PX. Závislost mezi těmito dvěma veličinami je velmi slabá. Odmocněním koeficientu determinace ($R^2 = 0,0447$) dostaneme hodnotu 0,211, neboli koeficient korelace, jedná se tedy o slabou lineární závislost. Pro investora však může hrát roli fakt, že provede-li regresní analýzu se zpožděním tří čtvrtletí, bude lineární závislost podstatně vyšší. Koeficient determinace dosahuje po uvedeném zpoždění hodnot třikrát vyšších, tj. 0,1344. Odmocněním získáme koeficient korelace 0,37, což je lineární závislost o poznání lepší. Investor tedy podle provedené analýzy může při růstu HDP do určité míry počítat i s růstem indexu pražské burzy. Lineární závislost mezi uvedenými proměnnými stoupá do 3. čtvrtletí včetně. Od 4. čtvrtletí už naopak klesá.



Graf 10: Vliv HDP na vývoj indexu PX se zpožděním 3 čtvrtletí
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15, 53)

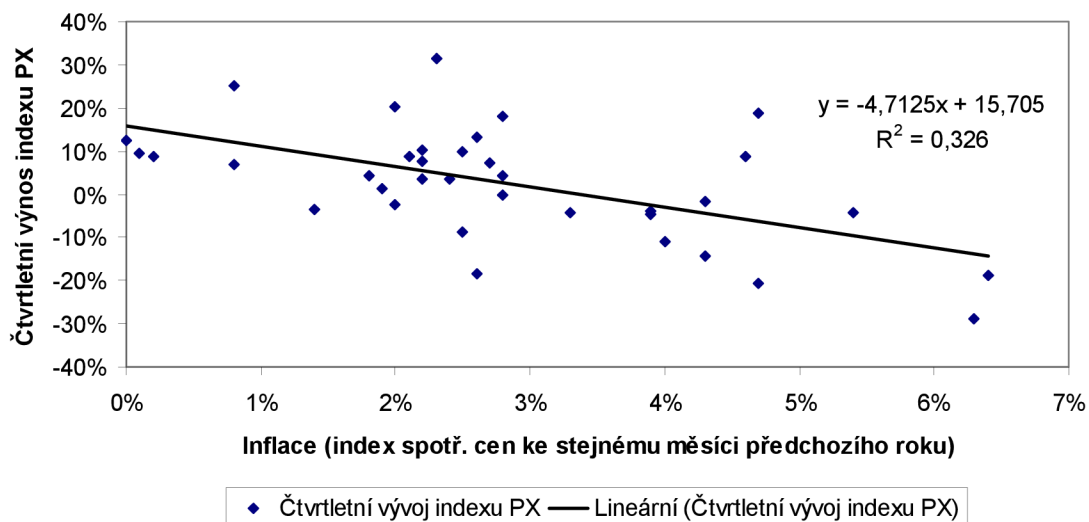
Do této chvíle jsem vycházela ze skutečnosti, že HDP má vliv na burzovní index. Daleko častěji se však v odborné literatuře můžeme setkat s opačnou teorií, že akcie předbíhají vývoj ekonomiky, tzn. v mém případě s vlivem burzovních indexů na HDP. Tato teorie má své opodstatnění, jelikož poptávka a nabídka na akciovém trhu z velké části vychází z očekávaných výsledků dané společnosti, nikoliv od jejich vykázaných skutečností, čímž může docházet k predikci dalšího vývoje ekonomiky.



Graf 11: Vliv indexu PX na vývoj HDP
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15, 53)

Koeficient determinace v uvedeném grafu je také 0,0447, jelikož regresní přímka je závislostí nejen x na y, ale i y na x (závislost čtvrtletního výnosu indexu PX v % na čtvrtletním vývoji HDP v % a naopak). Provedením postupného zpoždění čtvrtletního výnosu indexu PX vzhledem k vývoji HDP však už tato závislost nevykazuje rozumné skutečnosti, jako tomu bylo při vlivu HDP na vývoj burzovního indexu.

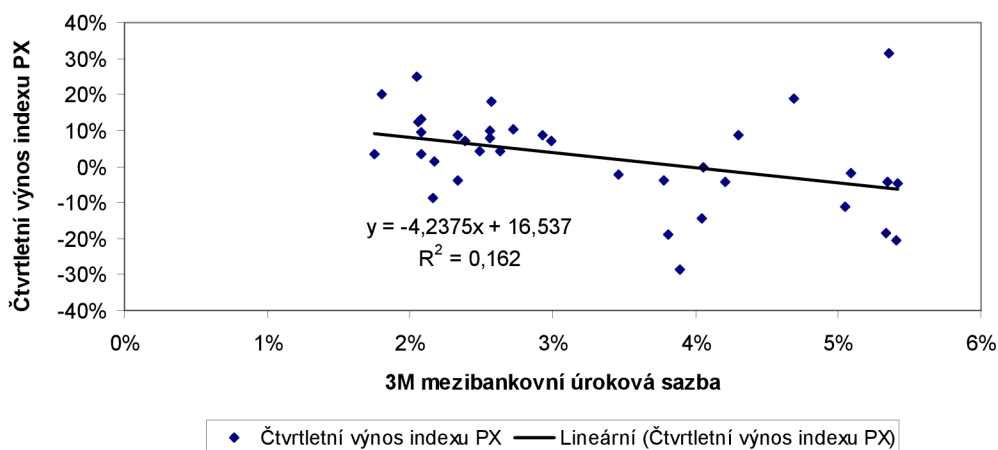
Pro investora je více vypovídající míra inflace. Je-li inflace vysoká, klesá výnos indexu, jelikož akcie nejsou dlouhodobě schopny udržet svoji reálnou hodnotu. V následujícím grafu je uveden vliv inflace na výnos indexu PX.



Graf 12: Vliv inflace na čtvrtletní výnos indexu PX v letech 2000 – 2008
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15, 22)

Vysoká hodnota koeficientu determinace poukazuje na provázanost inflace s výnosem indexu. Je-li vysoká inflace, zvyšuje se nejistota v ekonomice, klesá poptávka po akciích a tím se samozřejmě snižují i jejich kurzy. Mezi proměnnými je lineární nezávislost. Čím vyšší bude inflace, tím nižší bude čtvrtletní výnos indexu PX. Investor by tedy měl počítat s tím, že pokud bude inflace stoupat, jeho zisky budou s vysokou pravděpodobností nižší.

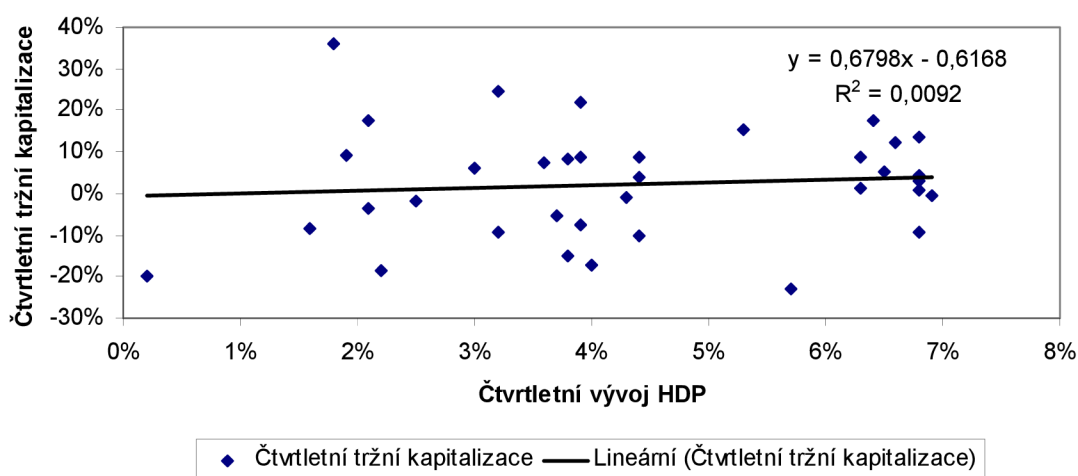
Dalším důležitým makroekonomickým vlivem působícím na vývoj burzovního indexu jsou úrokové sazby. Obecně platí, že růst úrokových sazeb vede k poklesu kurzů akcií.



Graf 13: Vliv tříměsíční mezibankovní úrokové sazby na čtvrtletní výnos indexu PX
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15, 18)

Lineární nezávislost je ve výše uvedeném grafu potvrzena. Důvodem této nepřímé závislosti může být fakt, že vyšší úrokové sazby zvyšují náklady firem na jejich externí financování, které se vztahuje i na jejich investice. Tím dochází ke snížení očekávaných budoucích zisků a následnému poklesu kurzů akcií.

Zajímavé je i sledování vlivu HDP na tržní kapitalizaci burzy. Tržní kapitalizaci emise akcií vypočítáme jako součin počtu cenných papírů registrovaných v emisi a platného kurzu. Mluvíme-li o tržní kapitalizaci burzy, máme na mysli tržní kapitalizaci skupiny emisí akcií, která je úhrnem tržních kapitalizací emisí, které vytvářejí skupinu.



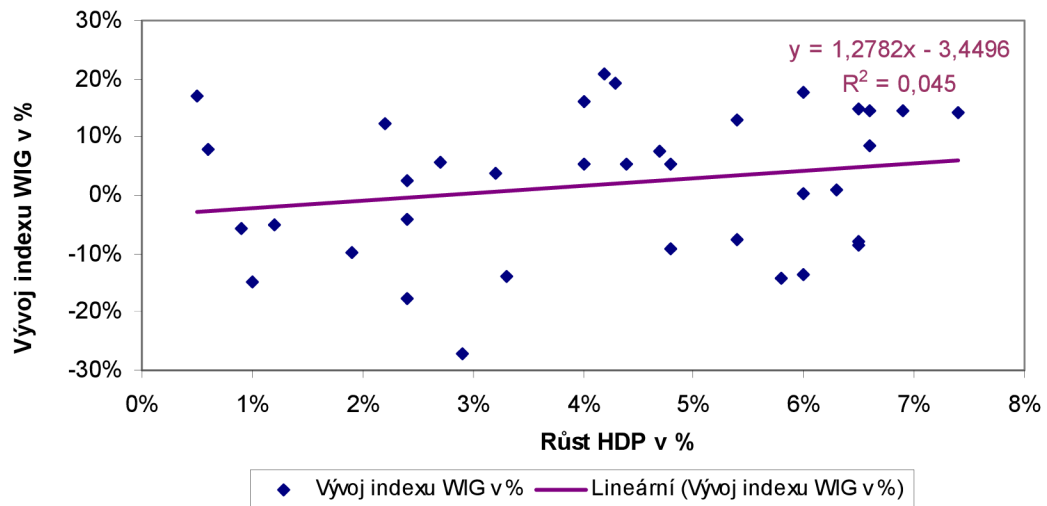
Graf 14: Vliv HDP na vývoj tržní kapitalizace
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15, 53)

Bohužel ani v případě čtvrtletního vývoje HDP v letech 2000 – 2008 v procentech nemůžeme mluvit o významnějším vlivu na vývoj tržní kapitalizace. Regresní přímka má sice opět rostoucí trend, avšak velmi pozvolný. Koeficient korelace dosahuje hodnoty pouze 0,0959, což znamená, že je zde nepříliš významná lineární závislost.

3.4.2 Varšavská burza (WSE)

Jak již bylo zmíněno, varšavská burza má oproti pražské burze, pokud jde o primární emise akcií, nespornou výhodu, jelikož penzijní fondy v Polsku mají povinnost investovat na domácím akciovém trhu. Celkové povědomí o kapitálových trzích nebo zájem o investování je v Polsku nesrovnatelně větší než u nás. Příčinou tohoto faktu může být nejen dobře fungující burza, ale i větší konkurence investičních společností,

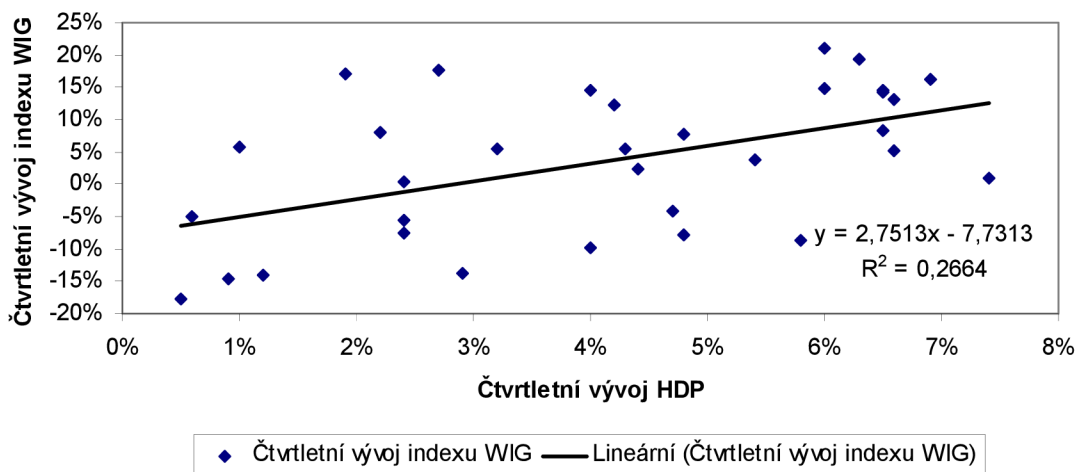
popř. to, že v Polsku jsou na burze privatizovány státní podniky. V Polsku mají také nesrovnatelně větší zájem o kapitálové trhy média. Informace z varšavské burzy a také z jiných světových finančních i komoditních trhů jsou prakticky ve všech větších médiích (38).



Graf 15: Vliv HDP na vývoj indexu WIG

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (16, 55)

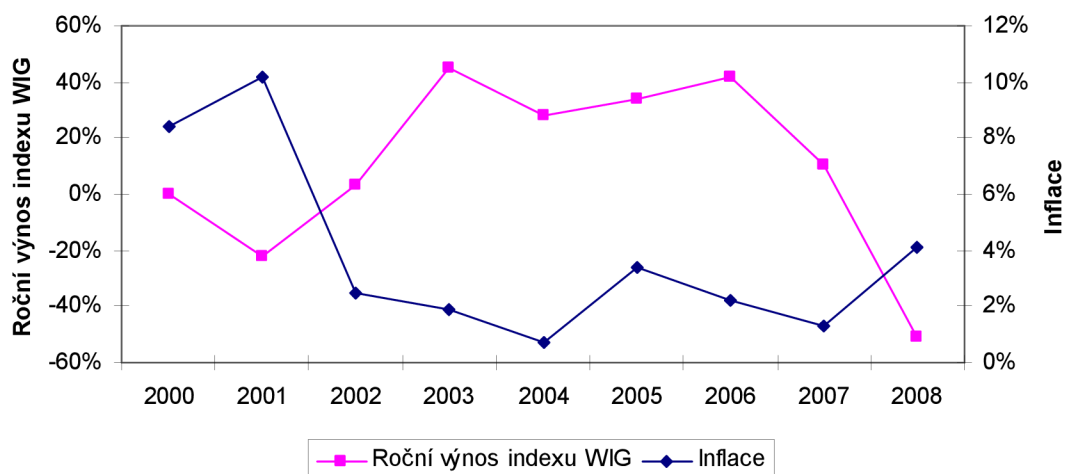
Makroekonomických faktorů ovlivňujících vývoj na akciových trzích je celá řada, ve své diplomové práci se zabývám pouze některými z nich a to i v případě Polska. Na skutečnost, že HDP působí na burzovní index a zároveň burzovní index působí na HDP, jsem upozorňovala a na konkrétních číslech ukázala již v předešlé kapitole. V případě Polska tomu není jinak. Vliv HDP na burzovní index bez zpoždění samozřejmě opět vychází stejně jako v případě, že bychom závislosti otočili. Odmocněním koeficientu determinace, který je 0,045, dostaneme hodnotu 0,212, tudíž závislost není opět nijak výrazná. Zpozdíme-li však vliv HDP na burzovní index o tři čtvrtletí, tj. devět měsíců, závislost se o poznání zlepší, což je patrné z následujícího grafu.



Graf 16: Vliv HDP na vývoj indexu WIG se zpožděním 3 čtvrtletí
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (16, 55)

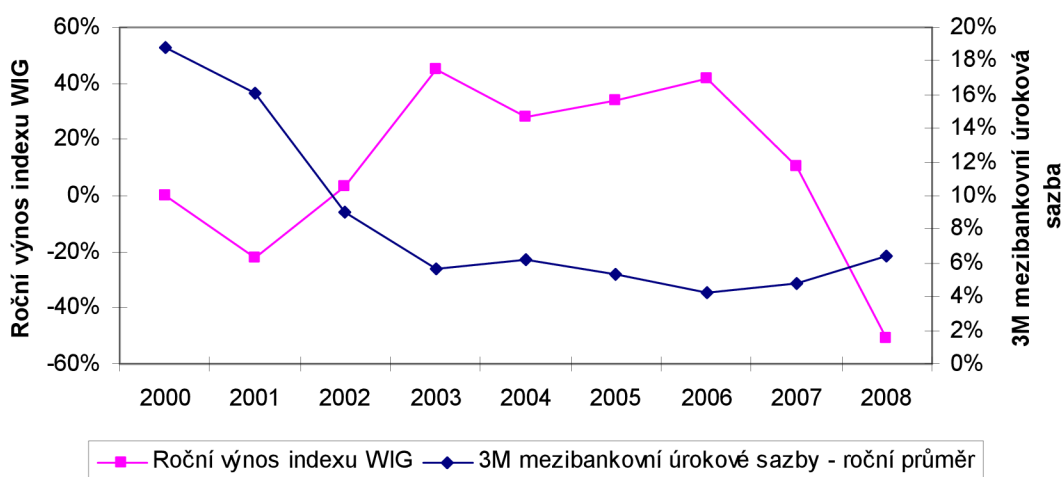
Posunu-li vývoj HDP o 3 čtvrtletí před vývoj indexu, koeficient determinace se zvýší na 0,2644. Odmocněním získáme hodnotu koeficientu korelace 0,516. Díky této hodnotě můžeme závislost označit za středně silnou. Zpozdíme-li vliv o delší dobu než je devět měsíců, závislost by naopak klesala.

Obecně platí, že burzovní index má vliv na HDP v období expanze se zpožděním devět měsíců, zatímco v období recese pouze pět měsíců. Kratší zpožděná doba reakce HDP v období recese je přirozená. Investoři v době recese hledají potenciální příležitosti ve společnostech nacházejících se na dně, které se snaží najít lepší a levnější technologie a způsob, jak oživit své podnikání. Takové chování samozřejmě investory velmi zajímá. Jakmile zjistí, že nějaká společnost činí určité kroky s cílem zlepšit své podnikání, které podle nich mají smysl, neváhají a investují do ní, čímž jí poskytnou potřebné peníze na realizaci jejích plánů. Investoři de facto svým chováním předběhnou vývoj ekonomiky - na základě jejich chování předstihne burzovní index HDP. Podle provedených výpočtů to v Polsku funguje spíše naopak. HDP má vliv na burzovní index se zpožděním devět měsíců.



Graf 17: Vztah inflace a ročního výnosu indexu WIG
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (45, 55)

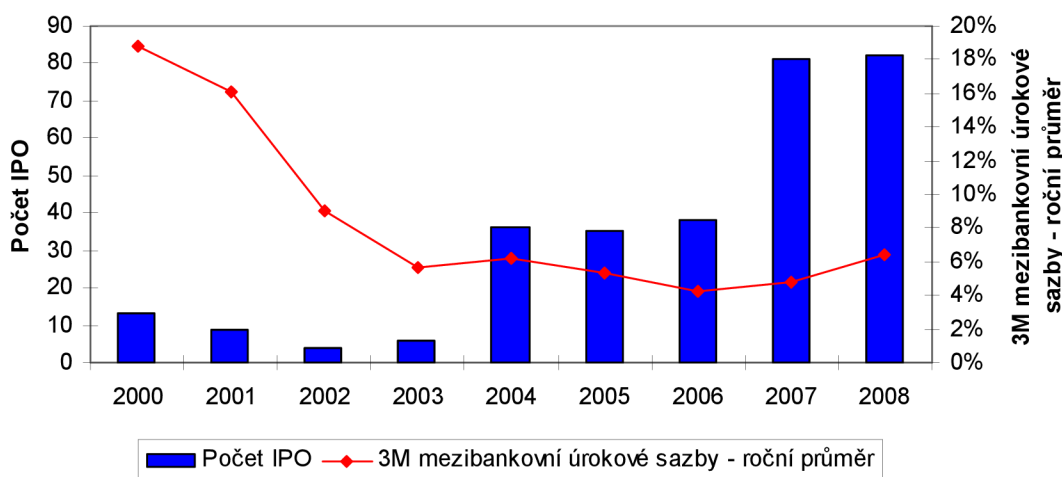
Čtvrtletní data ohledně inflace a úrokových měr v Polsku se mi bohužel nepodařilo najít, a proto jsou zde uvedeny pouze údaje roční. Roční údaje jsou však nedostačující k provedení regresní analýzy, a proto grafem není vedena regresní přímka a není určen ani koeficient korelace. I bez této statistické metody je však z grafu znatelná nepřímá úměra inflace a ročního výnosu indexu WIG. Klesá-li výnos indexu, roste inflace a obráceně. V Polsku je tedy tímto stejně jako v České republice do jisté míry potvrzena teorie, že roste-li inflace, klesá výnos burzovního indexu.



Graf 18: Roční vývoj tříměsíční mezibankovní úrokové sazby a indexu WIG
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (28, 55)

V grafu vývoje tříměsíční mezibankovní úrokové sazby a indexu WIG se projevuje opět nepřímá úměra. Pouze v roce 2001 je vidět nepravidelnost tohoto zjištění. Další výrazná nestejnomyšlnost je v roce 2008, kdy burzovní index výrazně klesl vlivem finanční krize, avšak úrokové sazby vzrostly pouze minimálně.

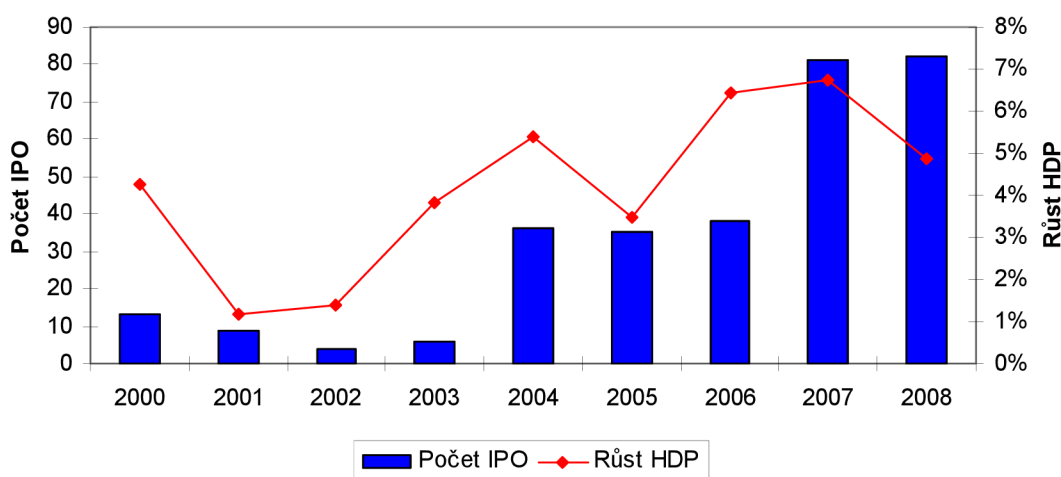
Mezibankovní úrokové sazby jsou za normálního stavu jen nepatrně vyšší než sazby, které jsou vyhlášovány centrálními bankami. V posledním roce, kdy nastává finanční krize, rozdíl mezi mezibankovními úrokovými sazbami a sazbami centrálních bank stoupá, čímž se ztěžuje snaha centrálních bank udržovat sazby, jaké by si představovaly. Centrální banky sice snižují úrokové sazby, ale kvůli problémům v bankovním sektoru se mezibankovní úrokové sazby zvyšují a tudíž se zvyšuje i výše zmíněný rozdíl mezi sazbami. Tím samozřejmě klesá efekt jednání centrálních bank.



Graf 19: Počet IPO a 3M mezibankovní úrokové sazby v Polsku
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (28, 55)

Polsko je jedinou ze sledovaných zemí, kde má význam sledovat i vztahy mezi počtem IPO v jednotlivých letech a dalšími faktory, např. tříměsíční mezibankovní úrokovou sazbou. Počet primárních emisí v jednotlivých letech koresponduje s vývojem úrokových sazeb tak, jak vycházelo už z předchozího grafu. Čím vyšší je úroková sazba, tím nižší bude počet uskutečněných primárních emisí. Investor tedy může tento fakt zohlednit při zvažování, kolik společností bude v daném roce vstupovat na burzu.

Je potřeba zmínit také vztah mezi počtem uskutečněných primárních emisí akcií a růstem HDP. Rostoucí ekonomika znamená pro společnosti zamýšlející vstup na burzu příznivou situaci a je tak jedním z předpokladů, aby vstup na burzu byl úspěšný. Poslední graf ohledně varšavské burzy znázorňuje, jaký byl počet IPO a růst HDP v jednotlivých letech. Graf do jisté míry potvrzuje skutečnost, že bude-li investor očekávat rostoucí vývoj ekonomiky, může očekávat i větší počet nově přichozích společností na burzu.

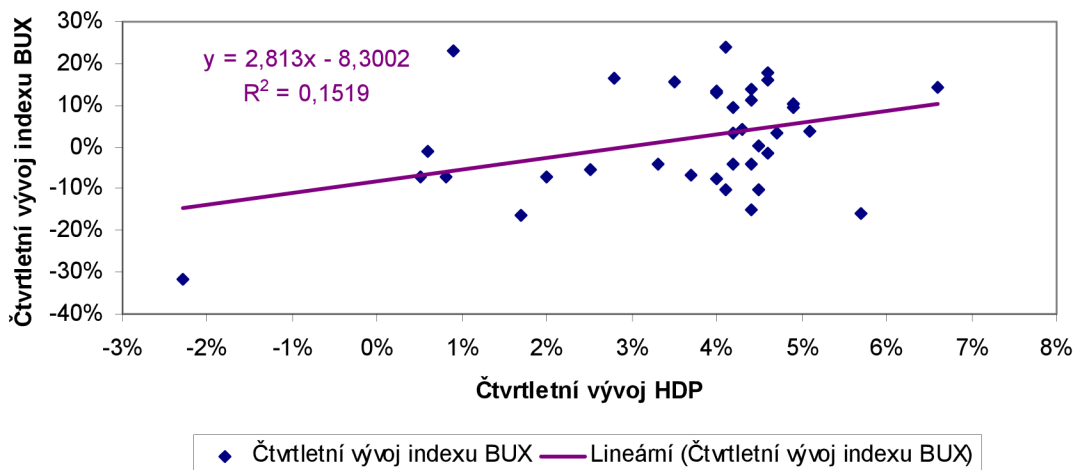


Graf 20: Počet IPO a růst HDP v letech 2000 – 2008
 zdroj: vlastní zpracování dle literatury (16, 55)

3.4.3 Budapešťská burza (BSE)

Počet uskutečněných primárních emisí akcií v Maďarsku už nedosahuje tak velkých čísel jako tomu bylo v Polsku. Situace v Maďarsku je však stále lepší než u nás. Zásahu na tom má i systém dotací pro podniky plánující IPO na BSE. Cílem tohoto projektu ministerstva hospodářství a dopravy je na základě provedeného tendru vybrat společnosti, kterým přispějí na náklady spojené se vstupem na burzu. Jedna společnost může získat až 25 milionů forintů a celkově je možné uvolnit každý rok až 100 milionů forintů. Díky tomuto systému se vládě povedlo zvýšit počet IPO na burze, ale i tak byl maximální počet IPO pouze čtyři (v roce 2008) (36).

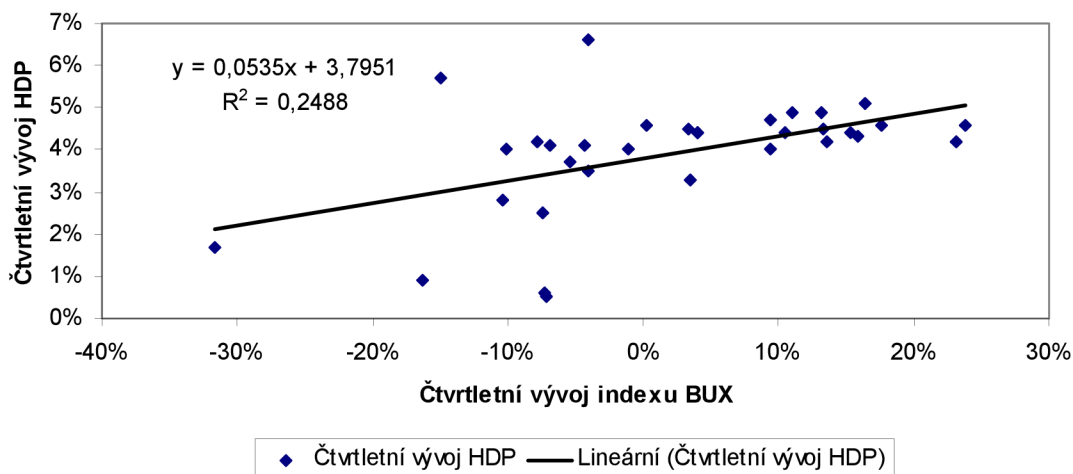
Na maďarském trhu jsem provedla také závislost HDP na vývoj burzovního indexu. Závislost je znázorněna na následujícím grafu. Provázanost ukazatele vývoje ekonomiky a burzovního indexu je v případě budapešťské burzy nejsilnější.



Graf 21: Vliv HDP na čtvrtletní vývoj indexu BUX

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (13, 52)

Maďarsko je první ze sledovaných zemí, kde platí teorie, že vývoj akciového trhu přebíhá vývoj ekonomiky. U výše zmíněných burz tomu tak dosud nebylo. Další graf proto uvádí vliv burzovního indexu na vývoj HDP s tím, že burzovní index předbíhá vývoj hrubého domácího produktu o tři čtvrtletí.



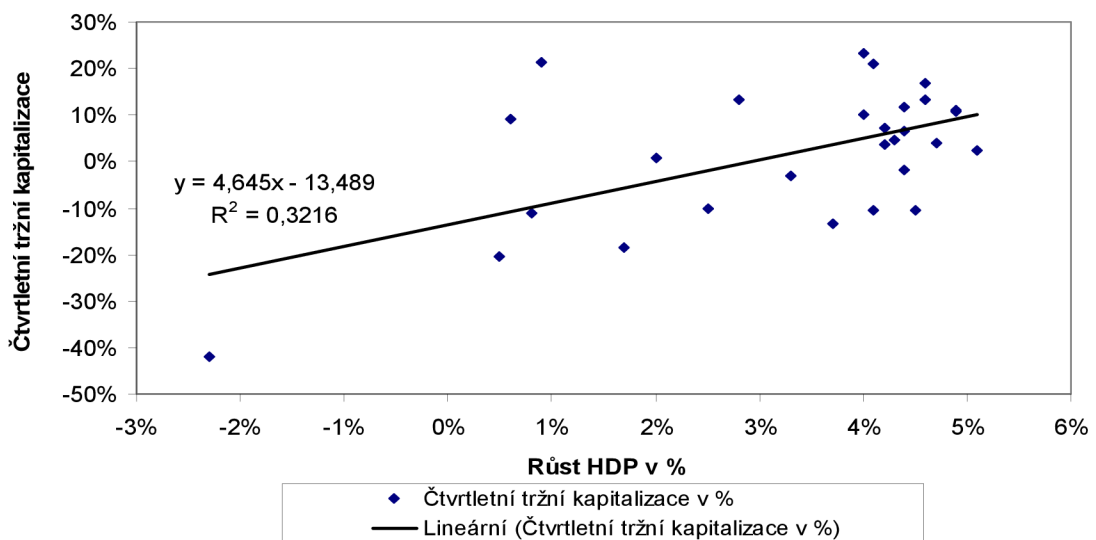
Graf 22: Vliv burzovního indexu BUX na vývoj HDP

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (13, 52)

Tímto grafickým vyjádřením je potvrzena teorie, že reálné změny akciových kurzů způsobují následné změny podnikatelského chování a jejich rozhodování o výdajích. Tímto působením na poptávku po zboží, službách a výrobních faktorech má vliv na budoucí vývoj ekonomiky. V Maďarsku navíc platí zpoždění vlivu burzovního indexu

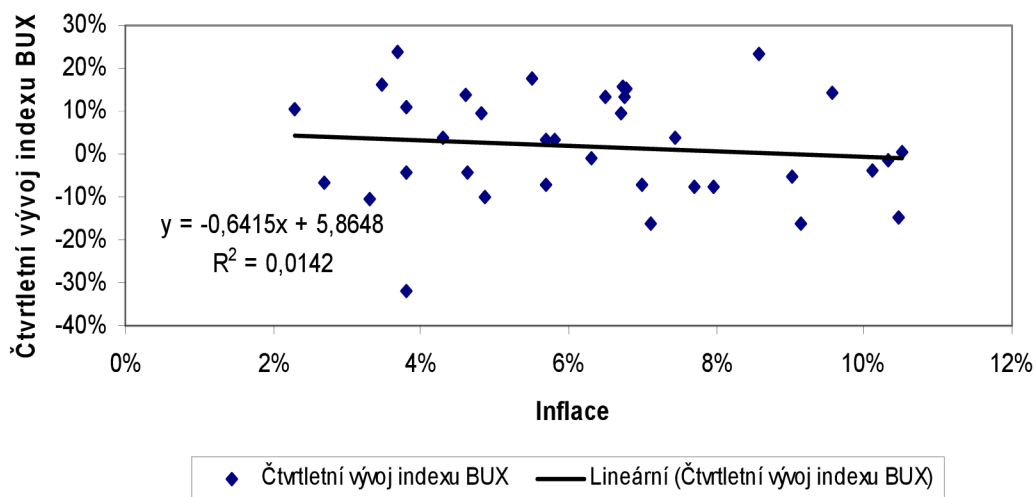
na HDP devět měsíců, které se udává, pokud je ekonomika v expanzi. Ekonomika v Maďarsku ve sledovaném období procházela spíše stagnací, ale občas zaznamenávala i růstové trendy. Pouze v roce 2008 v Maďarsku klesalo HDP, což bylo příčinou finanční krize, které čelí v současné době téměř celý svět.

Nejen při závislosti burzovního indexu na HDP však vykazuje Maďarsko statisticky nejvíce vypovídající hodnoty. Nelze opominout vliv HDP na tržní kapitalizaci burzy. Regresní přímka má rostoucí trend a výsledný koeficient determinace dosahuje hodnoty 0,3216. Odmocníme-li tuto hodnotu, získáme koeficient korelace 0,567, která signalizuje silnější provázanost mezi vývojem HDP a tržní kapitalizací. Mezi jevy je přímá úměra, tzn. poroste-li HDP, můžeme očekávat i vyšší tržní kapitalizaci na budapešťské burze.



Graf 23: Čtvrtletní tržní kapitalizace a vývoj HDP v Maďarsku
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (14, 52)

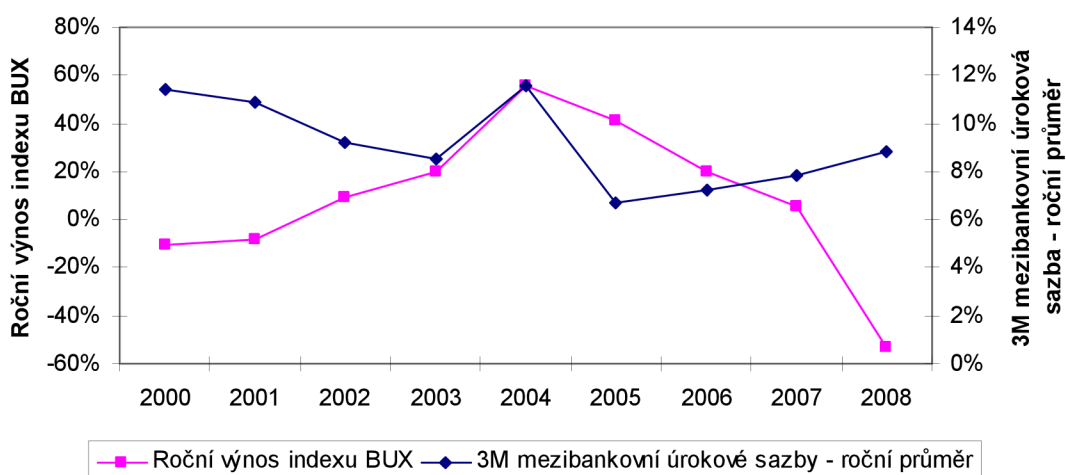
Consumer price index (dále jen „CPI“) neboli index spotřebitelských cen je jedním z nejčastěji používaných způsobů měření inflace. Informace o CPI v Maďarsku se mně podařily získat, proto jsem provedla regresi vlivu inflace na čtvrtletní vývoj indexu BUX. Grafické znázornění je na následujícím grafu.



Graf 24: Vliv inflace na burzovní index BUX
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (13, 31)

Přímka v grafu značí nepřímou úměru, ale velice slabou. Investor tudíž na základě provedené analýzy nemůže spoléhat na to, že stoupající inflace zapříčiní výrazný pokles indexu BUX, jak by podle mnohých teorií ve skutečnosti měla. Vyšší inflace sice zvyšuje nejistotu v ekonomice, avšak investor ji nemůže brát jako důležitý kurzotvorný faktor.

Posledním uvedeným makroekonomickým faktorem, který ovlivňuje vývoj akcií, tj. i burzovní index, je úroková sazba. Stejně jako v předchozích příkladech jsem použila roční průměr tříměsíční mezibankovní úrokové sazby.



Graf 25: 3M mezibankovní úrokové sazby a výnos indexu BUX
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (13, 28)

Jak jsem již uvedla dříve, mělo by platit, že růst úrokových sazeb vede k poklesu kurzů akcií. Na základě této teorie by tedy mělo být na obrázku vidět, že v letech, kdy úroková sazba roste, bude nižší výnos indexu BUX. Pravdou je, že v některých letech opravdu sledované jevy tento princip splňují, ale v některých letech se chovají přesně naopak. Úrokové sazby tedy bezesporu patří mezi důležité kurzotvorné faktory akciových instrumentů, ale budapešťská burza tuto teorii v praxi nepotvrzuje.

3.5 Vývoj českých IPO

V následující kapitole se zabývám českými primárními emisemi, které byly uskutečněny na Burze cenných papírů Praha. Konkrétně jde o společnosti Zentiva, ECM, Pegas, AAA Auto a NWR. Ve výčtu možná mnohým chybí společnost ORCO a VGP N. V., avšak tyto společnosti nejsou typickými IPO. ORCO provedla na Burze cenných papírů tzv. duální listing, což znamená, že společnost již provedla primární emisi akcií v jiné zemi dříve a až poté se rozhodla pro vstup na další burzy. V případě společnosti ORCO Property Group S..A. byla provedena IPO nejdříve v Paříži na burze Euronext. Přijetí emisí akcií a vyměnitelných fondů k obchodování na hlavním trhu v České republice dostala společnost v roce 2005. Další často zmiňovanou společností v souvislosti s IPO je VGP N.V. Ani v tomto případě nejde o „typickou“ prvotní veřejnou nabídku akcií, jelikož rodina a osoby spřízněné získali přes 80 % akcií. Společnost tak je IPO, ale s prvky tzv. private placement, což je přímý prodej cenného papíru malé omezené skupině investorů. Nejedná se však o private placement v pravém slova smyslu, jelikož akcie společnosti VGP N. V. jsou kotované na burze. Určitou spojitost s IPO bychom určitě našli i u dalších firem, ale není to cílem této diplomové práce.

U jmenovaných českých IPO je často zmiňované podmíněné obchodování. Díky podmíněnému obchodování, které je technickým servisem burzy, mohou investoři v rámci procesu IPO začít okamžitě obchodovat, aniž by museli čekat na samotné vydání cenných papírů. K vypořádání takových obchodů však dojde nejdříve v den zahájení oficiálního obchodování.

Fenoménem u všech IPO je sídlo společnosti, kdy emitentem není nikdy společnost se sídlem na území České republiky. Zentiva, AAA Auto a NWR mají sídlo v Nizozemsku, naopak ECM a Pegas v Lucembursku. V Nizozemsku mají firmy snadnější možnosti vývozu, lepší přístup k evropským centrálám stovek nadnárodních firem a velmi dobré vazby na celý svět. Lucembursko naproti tomu patří mezi jednu z evropských bankovních velmocí, která velmi ctí bankovní tajemství. V lucemburských bankách mají své peníze uloženy 3 % českých firem. Vysoká loajalita láká firmy i jednotlivce, ale na druhou stranu je v poslední době „trnem v oku“ mezinárodní organizaci OECD (Mezinárodní organizace pro hospodářskou spolupráci sídlící v Paříži). Důvodem je nevyhovující spolupráce peněžních ústavů klientů v otázkách daňových povinností (21, 27).

3.5.1 Zentiva

Zentiva N. V. (dále jen „Zentiva“), jak již bylo zmíněno dříve, je první uskutečněnou primární emisí na Burze cenných papírů Praha. K emisí akcií této mezinárodní farmaceutické společnosti došlo dne 28. 6. 2004.

Primární emise akcií Zentivy byla tzv. kombinovanou operací, jelikož emise proběhla na dvou různých trzích. Na BCPP proběhla emise kmenových akcií společnosti a na LSE (London Stock Exchange) proběhla emise tzv. globálních depozitních akcií ve formě globálních depozitních certifikátů. Tyto certifikáty představují obchodní podíl na běžných, tzv. podkladových akciích emitenta, které jsou uloženy do depozitáře. Jedná se tedy o nahrazení části kmenových akcií domácího emitenta depozitními certifikáty, přičemž práva spojená s vlastnictvím původních akcií (např. právo na dividendu) přecházejí na vlastníky globálních depozitních certifikátů. Toto se však nevztahuje na hlasovací právo. Majitel globálních depozitních certifikátů má možnost přeměnit je na skutečné akcie (56).

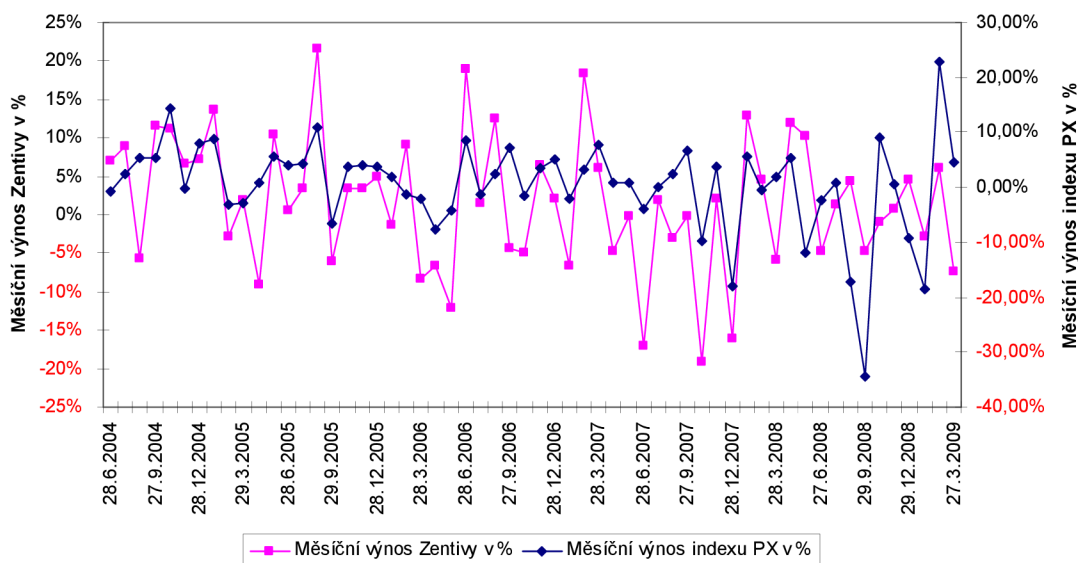
Nutno dodat, že Zentiva zvažovala i vstup na jiné burzy. Mezi vytipovanými burzami byla i Varšavská burza. BCPP zvítězila zejména proto, že společnost historicky vzešla jako česká firma a taktéž kvůli tomu, že investoři na pražské burze byli naladěni na IPO,

čehož chtěla společnost Zentiva patřičně využít, i když bylo jasné, že pro společnost se jedná o velký krok do neznáma.

Veřejná nabídka akcií v České republice proběhla v množství 4 329 896 kusů nově vydaných akcií a 5 670 104 akcií již existujících s tím, že manažer emise disponoval navíc opcí na odkup dalších 1 500 000 existujících akcií za nabídkovou cenu. Tato opce byla nakonec uplatněna. Při IPO Zentivy tak bylo upsáno celkem 11 500 000 akcií, přičemž nabídková cena činila 485 Kč za jednu akcii. Výnos z veřejné nabídky činil celkem přibližně 1,94 mld. Kč. Z toho 2,01 mld. Kč byl hrubý výnos z nabídky a 70,61 mil. Kč náklady emise (56).

Cenové rozpětí uvedené v předběžném prospektu bylo stanoveno na 400 až 525 Kč, což znamená, že výsledná nabídková cena byla zhruba uprostřed stanoveného rozmezí. Oproti dalším českým IPO se jedná o raritu jelikož, jak bude uvedeno později, většinou bývá výsledná nabídková cena spíše na horní hranici cenového rozpětí (57).

Na konci prvního dne, kdy byly obchodovány akcie společnosti Zentiva, dosáhl závěrečný kurz hodnoty 504,5 Kč za akcii, což znamená, že akcie byly podhodnoceny zhruba o 4 %. Veřejná nabídka akcií byla velmi úspěšná. To také potvrzuje fakt, že akcie byly pětinasobně přeupsány. Poptávka pětkrát překročila nabídku, což značí opravdu velký zájem ze strany investorů. Jednalo se o velké institucionální investory, kterým byly akcie nabídnuty ve snaze akcie co nejlépe umístit. V současné době už jsou však akcie obchodovány i mezi privátními investory a akcie si tak může koupit prakticky kdokoliv.



Graf 26: Měsíční výnos Zentivy a indexu PX

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15)

Uvedený graf znázorňuje měsíční vývoj od začátku obchodování akcií Zentiva včetně vývoje pražského burzovního indexu PX až do konce 27. dubna 2009, kdy byly akcie společnosti naposledy obchodované na BCPP. Od 30. 4. 2009 je možné akcie obchodovat na vedlejším trhu, tj. na RM – Systému. Důvodem stažení akcií z pražské burzy bylo převzetí akcií společností Sanofi-Aventis (57).

Nabídku na převzetí za účelem nabytí akcií Zentiva poprvé podala společnost Anthiarose Limited, 100 % dceřiná společnost PPF Group N. V. za cenu 950 Kč za akcii v květnu 2008. Představenstvo Zentivy tehdy doporučilo nabídku akcionářům neakceptovat, jelikož nebyla v nejlepším zájmu Zentivy. Důvodem byla nejen podhodnocená nabídka, která neodpovídala skutečné hodnotě Zentivy, ale i načasování nabídky, které Zentiva prohlásila za účelné, jelikož přišlo v době, kdy byl vývoj cen akcií Zentivy negativně ovlivněn dvěma neplánovanými a na českém trhu bezprecedentními předčasnými prohlášeními k výsledkům, která Zentiva uveřejnila ve druhém pololetí roku 2007 (57).

V červenci roku 2008 uveřejnila nevyžádanou dobrovolnou nabídku převzetí společnosti Sanofi Aventis Europe, která je 100 % dceřinou společností Sanofi-Aventis za cenu 1 050 Kč za akcii. Doporučení při této ceně bylo pro akcionáře stejné jako

v prvním případě s tím, že důvody byly podobné – nabídka neodpovídala skutečné hodnotě Zentivy a nereflektovala očekávané zlepšení provozních výsledků Zentivy. V září loňského roku Sanofi-Aventis zvýšila nabídku převzetí a to o 100 Kč na akcii, tj. 1 150 Kč na akcii. Oproti soudobému kurzu to znamenalo 25,5 % bonus oproti ceně 916,6 Kč, za níž byly akcie obchodované dne 30. dubna 2008, kdy byl oznámen záměr učinit nabídku převzetí Zentivy a navýšení 9,5 % oproti původní ceně 1 050 Kč. V únoru 2009 společnost Sanofi-Aventis splnila všechny podmínky pro její doporučení dobrovolné nabídky převzetí ve výši 1 150 Kč za akcii. Podíl na akciovém kapitálu a hlasovacích právech společnosti Zentiva tak v březnu díky úspěšnému vypořádání nabídky činil 96,8 %. Také požádala společnost o ukončení obchodování akcií na BCPP. Samotné ukončení obchodování nabylo účinnosti 28. dubna 2009. Na londýnské burze došlo k ukončení obchodování o několik dní dříve, tj. 24. dubna 2009 (57).

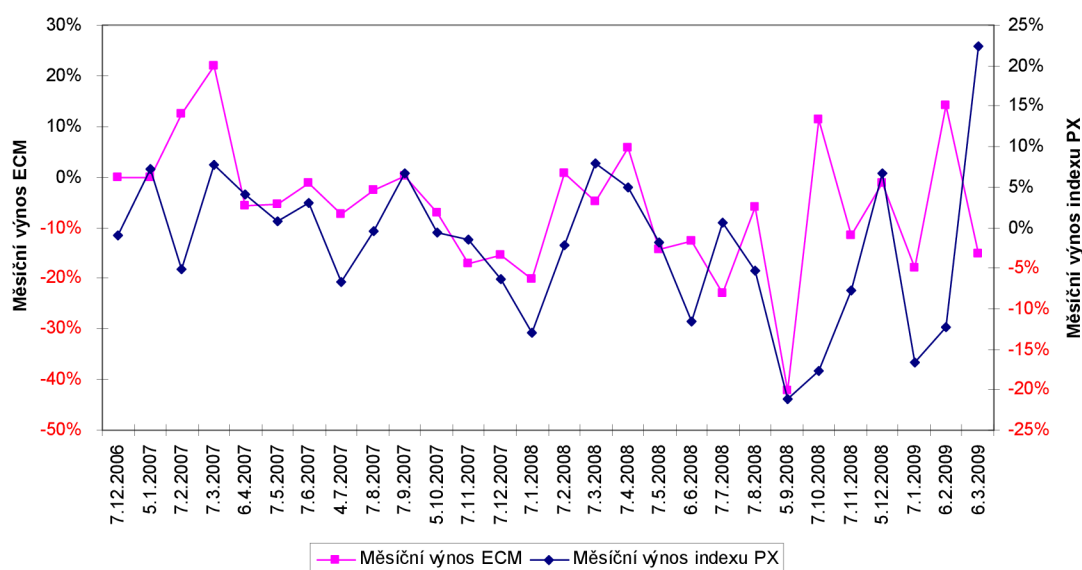
3.5.2 ECM

Po více než dvouleté pauze na burzu vstoupila společnost ECM Real Estate Investments, A. G. (dále jen „ECM“), jejímž hlavním předmětem činnosti je projektování a výstavba komerčních a rezidenčních nemovitostí. Projekty společnosti se zaměřují zejména na segmenty administrativních budov, hotelů, rezidenční výstavby a maloobchodní komplexy. V současné době realizuje ECM projekty také v Ruské federaci a v Číně. ECM emitovala akcie na Burze cenných papírů Praha v prosinci roku 2006. Samotné obchodování bylo zahájeno dne 11. 12. 2006, ale podmíněné obchodování začalo o několik dní dříve 7. 12. 2006 (24).

Společnost ECM připravovala emisi od června roku 2006. Úmysl emitovat akcie na Burze cenných papírů Praha oznámila v listopadu, obchodování s akciemi pak bylo zahájeno dne 11. 12. 2006 (podmíněné obchodování začalo dne 7. 12. 2006). Institucionálním i soukromým investorům nabídla 1 590 030 akcií v celkovém objemu 74,7 milionu eur (24).

Nabídková cena byla stanovena na 47 EURO (1 318 Kč) za akcii. Drobní investoři mohli získat desetinu všech nabízených akcií. Emisní kurz na konci 1. dne obchodování byl 1 471 Kč, což znamená, že akcie společnosti byly zhruba o 11,5 % podhodnoceny.

Veřejná nabídka byla stejně jako v případě společnosti Zentiva úspěšná. Zájem investorů byl opět značný – akcie byly přeupsány 4,5 krát.



Graf 27: Měsíční výnosy společnosti ECM a indexu PX

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15)

Graf vývoje obchodování akcií společnosti ECM opět nepotvrdil teorii podvýkonnosti firmy vstupující na burzu, jelikož zejména v průběhu 1. pololetí roku 2007 kurz značně rostl. Na druhou stranu je ale nutné poznamenat, že akcie vykazovaly vyšší výkonnost, než burzovní index pouze ze začátku obchodování na BCPP. Přibližně od 2. poloviny roku 2007 byla jejich výkonnost dlouhodobě nižší než indexu PX. Společnost prakticky do dubna roku 2009 zaznamenala pouze dvakrát významně větší měsíční výnosy, než index PX, a to v listopadu roku 2008 a v březnu roku 2009. Příčinami těchto krátkodobých vyproštění se z červených čísel bylo v prvním případě nejspíše prohlášení, které se týkalo oficiálního uveřejnění úmyslu učinit nevyžádanou dobrovolnou nabídku převzetí společností ECM Group N.V. za účelem nabytí akcií společnosti ECM Real Estate Investments, A. G. za cenu ve výši 303 Kč za akcii. Tato nabídka přišla ve chvíli, kdy byly akcie společnosti ECM byly obchodovány za ceny pod 295 Kč, společnost se potýkala s omezeným přístupem k financování a neměla kvůli špatné situaci na trhu dluhového financování přístup k získání kapitálu standardním způsobem prostřednictvím kapitálových trhů. V březnu roku 2009 byla příčinou vzrůstu kurzu akcií skutečnost, že vznikl společný realitní holding Skupiny

PPF a podnikatele Milana Janků, který je majoritním vlastníkem ECM. Společnost ECM tehdy vydala prohlášení, že vnímá tento fakt jako pozitivní zprávu pro akcionáře a obchodní partnery vzhledem k budoucím obchodním příležitostem ECM (25).

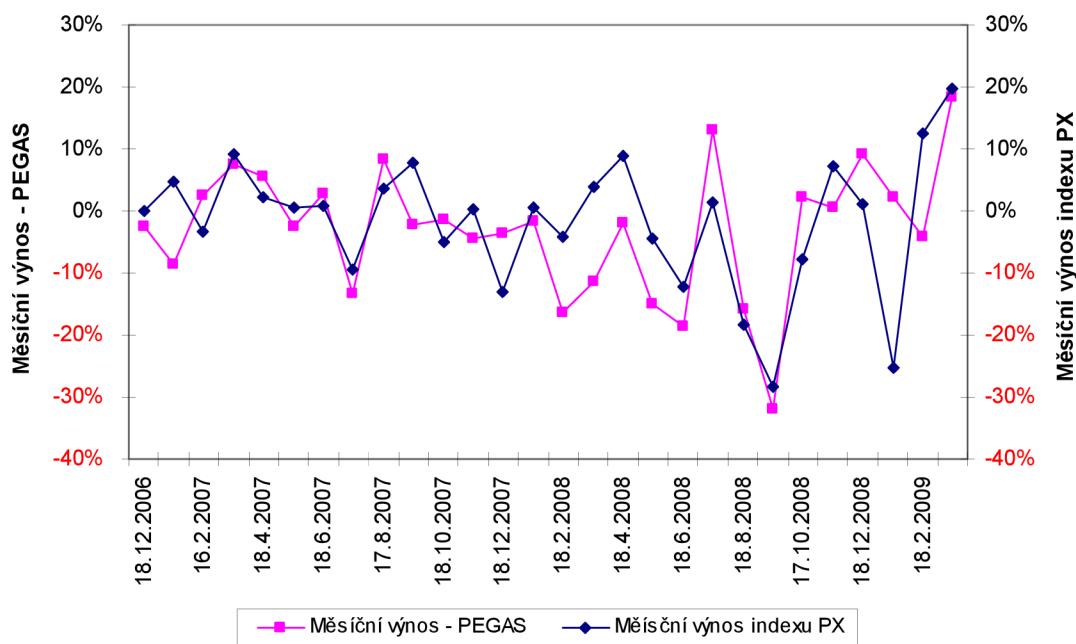
3.5.3 Pegas

Druhou uskutečněnou primární emisí akcií v roce 2006 na Burze cenných papírů Praha byla emise holdingové společnosti Pegas Nonwovens, S. A., která je založená podle lucemburského práva (dále jen „Pegas“). Tato společnost je 100 % vlastníkem společnosti Pegas Nonwovens, s. r. o. Jedná se tedy v podstatě o českou společnost, která se zabývá výrobou netkaných textilií a výrobou bikomponentních netkaných textilií na bázi polypropylenu a polyethylenu. Akcie společnosti Pegas začaly být podmíněně obchodovány 18. 12. 2006 a o 3 dny později, tedy 21. 12. 2006, začalo řádné obchodování těchto akcií (43).

Cenové rozpětí uvedené v předběžném prospektu cenného papíru bylo stanoveno v rozmezí 21,5 - 27 EUR za akcii. Výsledná nabídková cena byla stanovena na horní hranici zmíněného rozmezí, tj. na 27 EUR za akcii, což v tuzemské měně k tehdejšímu kurzu činilo 749,20 Kč. Akcie Pegasu byly nabídnuty retailovým a institucionálním investorům.

Po ukončení 1. dne obchodování akcií společnosti Pegas byl závěrečný kurz 784 Kč za akcii, což znamená podhodnocení těchto akcií o 4,6 %. Výše poptávky opět značně převyšovala nabídku, a to zhruba čtyřikrát.

IPO společnosti Pegas zahrnovalo celkem 5 284 250 ks. Vzhledem k tomu, že se stejně jako v případě Zentivy a ECM jednalo o kombinovanou nabídku, byly nabízeny jak akcie nově vydané, a to 2 020 000 ks, tak i kmenové akcie již existující. Akcií, které prodával tehdejší akcionář, bylo o něco více, než nově vydaných. Jednalo se o 2 575 000 kusů. Nabídka akcií byla současně učiněna v České republice a v Polsku (43).



Graf 28: Měsíční výnosy společnosti Pegas a indexu PX
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15)

Akcie společnosti Pegas na rozdíl od IPO Zentivy a ECM hned po uvedení na trh dosáhly hrubé podvýkonnosti, tj. jejich výkonnost byla záporná po odečtení výnosu burzovního indexu PX. I když společnost v některých měsících zaznamenala i kladné výsledky hrubé podvýkonnosti, netrvalo to obvykle dlouho a procento nadvýkonnosti nedosahovalo významnějších hodnot. Za zmínku však stojí období srpna až října roku 2008 a únor letošního roku, tj. roku 2009. V srpnu roku 2008 stouply akcie oproti předchozímu měsíci, což lze přikládat očekávanému zveřejnění výsledku hospodaření společnosti. Poté však až do října akcie klesaly, což podle mého názoru mohly způsobit personální změny ve firmě. Příčinou hrubé podvýkonnosti v únoru 2009 byl prudký pokles indexu PX, což bylo dáno zejména oslabujícími měnami v regionu. Oslabující koruna způsobila propad indexu oproti lednu o více než 25 %. Ve stejném období akcie Pegasu stouply o 2 %, což vzhledem k výpočtu hrubé podvýkonnosti způsobilo výslednou kladnou hodnotu HPV (hrubé podvýkonnosti) (44).

3.5.4 AAA Auto Group

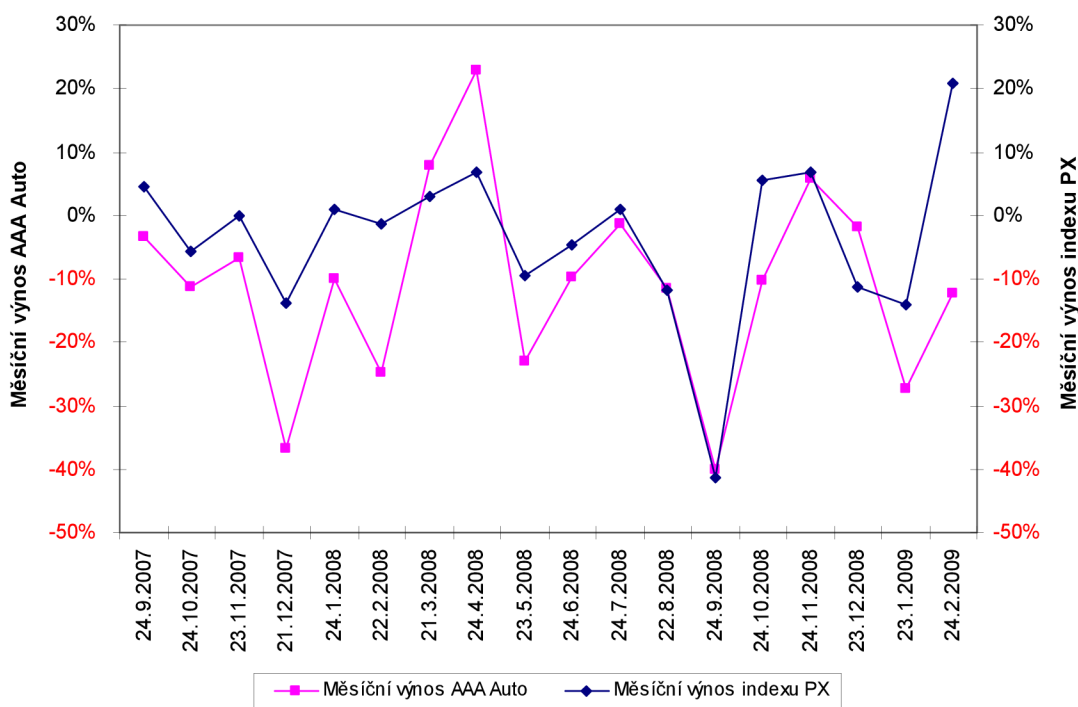
V září roku 2007 vstoupila na burzu společnost AAA Auto Group, N. V. Tato veřejně obchodovaná společnost má sídlo v Amsterdamu, kde je také zapsaná v obchodním rejstříku. AAA Auto Group, N. V. je mateřskou a řídicí společností skupiny AAA Auto

a spadají pod ni jednotlivé firemní subjekty včetně dceřiných společností v jednotlivých zemích. Většinovým akcionářem společnosti AAA Auto Group N. V. je lucemburská společnost Automotive Industries S.à.r.l, která vlastní 73,8 % akcií. Zbývajících 26,2 % jsou volně obchodované akcie na burzách cenných papírů v Praze a Budapešti (12).

Akcie společnosti byly poprvé podmíněně obchodovány na pražské burze 24. září 2007. První řádný den obchodování byl o 2 dny později, tedy 26. září 2007, kdy se akcie začaly současně obchodovat na burzách v Praze a Budapešti. V Budapešti podmíněné obchodování neproběhlo, jelikož ho budapešťská burza neumožňuje. Nabídka akcií se skládala z 19 533 663 akcií, které se skládaly z 17 757 875 kusů akcií nově vydaných společností a z 1 775 788 kusů akcií nově vydaných společností nabízených v rámci tzv. opce navýšení. Patria Finance, která byla manažerem emise, však nadalokační opci ani měsíc po upsání dalších akcií nevyužila. V případě přeupsání většího množství akcií slouží manažerovi emise opce k dodatečnému alokování, čímž se dostává do krátké pozice. Využití nebo nevyužití opce tedy závisí na poptávce a nabídce po nově emitovaných akciích. Pokud je zájem velký a poptávka tlačí cenu nahoru, manažer emise neredukuje krátkou pozici. V případě silné poptávky bude nealokační opce plně využita, což znamená, že objem emise se zvýší o opce manažera. Nastane-li opačná situace a cena akcií po uvedení začne klesat, manažer emise pokryje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na trhu. Tím se vytvoří dodatečná poptávka po titulu a dojde k zamezení propadu kurzu. V případě společnosti AAA šlo tedy spíše o druhou zmíněnou situaci, tj. zájem o akcie byl menší, než se předpokládalo. Patria zasahovala ve prospěch akcií společnosti AAA Auto tím, že tvořila dodatečnou poptávku po titulu prostřednictvím uzavírání krátké pozice (35).

Pro emisi byla stanovena maximální cena za jednu akcii ve výši 2,25 EUR, tedy v tehdejší kurzu přibližně 62,36 Kč. Této maximální ceny nakonec dosaženo nebylo. Upisovací cena byla stanovena na 2 EUR za akcii, což v přepočtu vycházelo na 55 Kč za akcii. Zájem o akcie společnosti byl větší ze strany institucionálních investorů, kteří získali 61 % alokace, na retailové investory tak „zbylo“ pouze 39 %. Z pohledu emitenta byla emise akcií úspěšná, jelikož akcie byly 2 krát přeupsány. Jedná se sice o dosud nejnižší přeupsání akcií společnosti vstupující na BCPP, avšak i dvojnásobný převis poptávky nad nabídkou je pro firmu dobrý. Ze strany investorů už však vývoj

akcií tak pozitivní nebyl. 1. den obchodování akcií skončil s kurzem 55,04 Kč za akcii, z čehož vyplývá podhodnocení akcií o pouhých 0,07 %. Den poté akcie oslabily o více než 4 % na 52,65 Kč. Důvodem tohoto propadu mohlo být zklamání investorů z vývoje kurzu v prvním dni podmíněného obchodování (35).



Graf 29: Měsíční výnosy AAA Auto a indexu PX

zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15)

Podvýkonnost společnosti AAA Auto byla prakticky v celém sledovaném období. Významnějších kladných hodnot při výpočtu hrubé podvýkonnosti dosáhla pouze v květnu roku 2008 a v lednu 2009. V květnu výnosy akcií AAA Auto výrazně převýšily výnos burzovního indexu PX v posledním měsíci. Důvodem většího vzrůstu akcií (více než 22 %) bylo zřejmě oznámení o otevření prvního autoservisu, specializovaného na všechny vozy. Tento servis nabízí motoristům kompletní služby za výhodné ceny. Bohužel tento vzestup akcií neměl dlouhého trvání a hned následující měsíc se akcie opět propadly o 22 %. Nutno dodat, že společnosti stěžovala podnikání i posilující koruna, čímž docházelo k nárůstu individuálních dovozů starších ojetých aut ze zahraničí a taktéž vstup České republiky do Schengenského prostoru dne 21. prosince 2007, tedy ve stejném měsíci, kdy společnost vstoupila na burzu. Na rozdíl od Slovenska a Maďarska, které vstoupily taktéž do Schengenského prostoru, nepřijala

Česká republika restriktivní opatření pro dovoz aut. Tak nechala Česká republika (stejně tak i Polsko) dovoz aut zcela liberální. V lednu roku 2009 se do špatného vývoje promítlo nejen oznámení společnosti AAA Auto o uzavření dvou poboček v Maďarsku a pokračující špatná makroekonomická situace, ale zřejmě i očekávání hospodářských výsledků za 4. čtvrtletí roku 2008 (12).

V březnu roku 2009 akcie společnosti AAA Auto přestaly být součástí burzovního indexu PX, jelikož emise nespĺnila podmínky pro minimální průměrný denní objem obchodů a tržní kapitalizaci. Součástí tohoto indexu se společnost stala koncem roku 2007, tj. v době, kdy provedla primární emisi akcií. K 24. 3. 2009 byl kurz akcií společnosti 5,41Kč za akcii, což je oproti emisnímu kurzu propad o 90 %. Primární emise akcií společnosti AAA Auto je podle mého názoru zatím nejméně vydařenou emisí uskutečněnou na pražské burze.

3.5.5 NWR

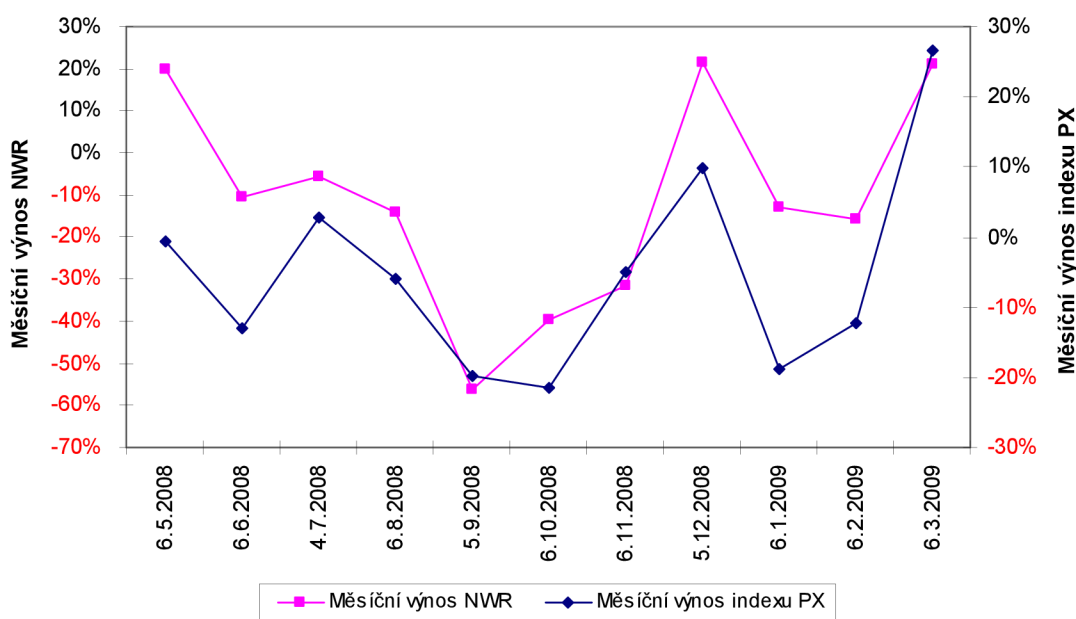
V roce 2008 vstoupila na Burzu cenných papírů pouze společnost New World Resources, N.V.(dále jen „NWR“). Společnost má sídlo v Amsterdamu, tedy stejně jako společnost Zentiva, Pegas a AAA Auto je založena podle lucemburského práva. Vlastníkem společnosti NWR je kyperská společnost RPG Industries SE, kterou ovládá skupina několika investorů včetně podnikatele Zdeňka Bakaly. NWR je prostřednictvím své dceřinné společnosti OKD, a. s. největší společností těžící černé uhlí a také předním producentem černého uhlí v České republice a střední Evropě (Maďarsko, Rakousko, Polsko, Slovenská republika). Do holdingu patří rovněž druhý největší železniční dopravce v ČR OKD Doprava, zpracovatel důlního plynu OKD DBP a skupina RPG, která spravuje nemovitosti (byty a pozemky) z dřívějšího majetku OKD (42).

Cenové rozpětí bylo stanoveno v případě této společnosti mezi 10,75 – 13,25 GBP za akcii. Výsledná nabídková cena skončila na horní hranici rozmezí, tj. 13,25 GBP za akcii, což se v přepočtu na koruny rovná 425,83 Kč za akcii. V základní nabídce bylo prodáno celkem 83 013 344 akcií druhu A, z toho 13 500 000 nově vydaných akcií. Zmíněná základní nabídka nezahrnuje akcie, které jsou předmětem opce navýšení. Hodnota nabízených akcií dosahovala částky 1,1 miliard GBP (bez opce navýšení), což

z emise akcií společnosti NWR udělalo od počátku roku do května 2008 největší IPO v Londýně, jedno z největších vůbec v Polsku a v České republice se emise akcií NWR stal dokonce historicky největší IPO (42).

Podmíněné obchodování bylo zahájeno 6. května 2008 na londýnské burze i na Burze cenných papírů Praha. Nepodmíněné obchodování se pak uskutečnilo na LSE a BCPP dne 9. května 2008 a na WSE o několik dní později, respektive 12. května 2008. Poptávka po akciích společnosti byla silná, akcie společnosti byly 7,3 krát přeupsány (42).

Na konci prvního dne obchodování byl kurz 445 Kč za akcii, což znamená, že akcie byly podhodnoceny o 4,5 %.



Graf 30: Měsíční výnosy NWR a indexu PX
zdroj: vlastní zpracování dle literatury (15)

Měsíční výnos akcií NWR po prvním měsíci obchodování dosáhl výnosu přes 20 %, zatímco index PX ve stejném období klesl o 0,69 %. Vyšší výkonnost než index si udržely akcie ještě následující měsíc, avšak poté už hodnota akcií značně klesala. V těchto měsících jsme mohli sledovat tzv. IPO efekt, kterému nahrával i fakt, že rostly ceny komodit na světových trzích, respektive cena černého energetického uhlí a ropy. I když cena uhlí ke konci roku 2008 prudce klesla, výsledky společnosti tímto poklesem

cen nebyly příliš ovlivněny, jelikož ceny uhlí NWR byly stanoveny již na konci roku 2007. Akcie společnosti NWR zaznamenaly velký propad. Proti prvnímu dni obchodování k 6. 4. 2009 to bylo dokonce o 83 %. Vliv na tak velký propad má bezesporu i finanční krize, která způsobila masový výprodej akcií. Do budoucna však podle některých analytiků je NWR dobrou investicí, jelikož akcie společnosti jsou v současné době značně podhodnoceny. Investorovi lze v souvislosti s touto těžařskou společností doporučit, aby dával pozor na vývoj komodit, respektive na vývoj cen uhlí, jelikož mezi cenou uhlí a akciemi NWR existuje silná korelace, respektive lineární závislost.

4 Závěr

Ve své diplomové práci jsem se zabývala prvotní veřejnou nabídkou akcií. Snažila jsem se drobnému investorovi přiblížit, co zkratka IPO znamená a jaké má tento druh investice výhody, nevýhody a specifika, která jsou s touto investicí spojená. Snažila jsem se rovněž objasnit pojmy, kterým by měl investor rozumět, a zanalyzovat situaci nejen na českém trhu, ale i na trhu v Polsku a Maďarsku.

Prvotní veřejné nabídky akcií jsou de facto hybnou silou kapitálových trhů. Na jedné straně jsou zde lidé, kteří se snaží zúročit své vklady a na straně druhé firmy, jejichž cílem je půjčit si co „nejlevněji“ finanční prostředky na realizaci svých plánů. Často v souvislosti s IPO můžeme slyšet, že firmy si jdou na burzu pro peníze. Je to sice řečeno velmi obrazně, ale v podstatě je to pravda. Zatímco alternativní způsoby financování, mezi které patří zejména leasing nebo bankovní úvěr, zatěžují budoucí cash flow, IPO generující pouze vlastní kapitál tak nečiní. Společnost emitující akcie na veřejně obchodovatelné burze má navíc volnost, s jakou lze používat nový akciový kapitál na dlouhodobé projekty bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním.

Investování do IPO se mnohým může zdát jako ideální příležitost, jak naložit s volnými finančními prostředky, avšak je třeba mít na zřeteli, že ne vždy jsou s IPO spojeny ohromné zisky. Pro společnosti, které uskutečnily IPO, je sice typické podhodnocení emisního kurzu, které dává prostor pro zisky investorů, ale také dlouhodobě nižší výkonnost oproti ostatním společnostem. Podle studií je výkonnost firem po IPO průměrně o 3,7 % ročně nižší, než ostatních stejně velkých firem a to po dobu prvních pěti let po emisi, nepočítaje výnos z 1. dne. To znamená, že pokud bychom chtěli po pěti letech vlastnit stejnou částku vyplývající z investice do IPO jako částku z investice do ostatních srovnatelně velkých firem, museli bychom na počátku investovat do IPO o zhruba 20 % více.

Vliv HDP, inflace, úrokové sazby – to jsou jenom některé faktory, které jsou uváděny jako činitele ovlivňující vývoj na akciových trzích. Ne vždy však tyto faktory na vybraných burzách fungují tak, aby se jimi mohl drobný investor řídit. Nejčastěji

uváděná teorie říká, že akcie předbíhají vývoj HDP. Ve své diplomové práci jsem sledovala pomocí regresní analýzy vliv burzovního indexu na HDP i vliv HDP na burzovní index. Závislosti mezi jevy bez zpoždění vychází stejně. Podle teorie by se však měla závislost mezi jevy zvyšovat, zpozdím-li vývoj HDP oproti burzovnímu indexu. V době expanze je udávané zpoždění 9 měsíců. V České republice a v Polsku však tato závislost funguje opačně. Zpozdím-li u těchto dvou zemí burzovní index oproti HDP o zmiňovaných 9 měsíců, závislost se výrazně zvýší. Maďarsko je tak jedinou ze sledovaných zemí, kde je obecná teorie potvrzena.

V poslední části své diplomové práce jsem se zaměřila na vývoj českých IPO. Počet IPO jsem zúžila pouze na prvotní veřejné nabídky akcií. Nezabývala jsem se tedy duálním listingem na BCPP, ani primárními emisemi, které nejsou typickými příklady prvotní veřejné nabídky akcií. V práci jsou tak rozebrány společnosti Zentiva, Pegas Nonwovens, ECM, AAA Auto a NWR. Díky tomu má investor možnost sám posoudit, zda je pro něho investice do prvotní veřejné nabídky akcií tou správnou volbou.

Seznam použité literatury

- [1] GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2. vyd. Praha: GRADA, 2005. 174 s. ISBN 80-247-1205-9.
- [2] JEŽEK, T. a kol. 2004. *Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. 80 s. ISBN 80-239-2193-2.
- [3] KROPÁČ, J. *Aplikovaná statistika*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2004. 140 s. ISBN 80-214-2737-X.
- [4] LIŠKA, V., GAZDA, J. *IPO Kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X.
- [5] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces oceňování – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Express, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [6] NÝVLTOVÁ, R. *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [7] PALEARI, S. *Academic ekipo Fact Book 2008*. Bergamo: Universoft, 2008. 179 s. ISBN 978-1-4392-1510-4.
- [8] PODŠKUBKA, T. *Initial Public Offerings – teorie, empirie a praxe*. Praha, 2007. Diplomová práce na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze na katedře financí a oceňování podniku. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Petr Marek, CSc.
- [9] REJNUŠ, O. *Cenné papíry a burzy*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. 400 s. ISBN 978-80-214-3805-7.
- [10] TREGLER, K. *Oceňování akciových trhů: metody měření správnosti ocenění*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 164 s. ISBN 80-7179-439-2.
- [11] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007. 704 s. ISBN 987-80-7357-297-6.
- [12] Autobazar AAA AUTO. *Výtah z Prospektu v českém jazyce*. [online]. Poslední revise 5. května 2009 [cit. 2009-05-05]. URL: <<http://www.aaaauto.cz/cz/vytah-z-prospektu-v-ceskem-jazyce/filet.html?id=15>>.
- [13] BSE. *Historici index data download*. [online]. Poslední revise 11. dubna 2009 [cit. 2009-04-11]. URL: <http://www.bse.hu/menun_kivuli/dinportl/downloadable/nonrealtimehistdata>.

- [14] BSE. *Monthly and yearly statistics*. [online]. Poslední revise 12. května 2009 [cit. 2009-05-12]. URL: <http://www.bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics>.
- [15] Burza cenných papírů Praha. *Statistické soubory*. [online]. Poslední revise 5. května 2009 [cit. 2009-05-05]. URL: <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Statisticke-Soubory>>.
- [16] Central Statistical Office. *Poland macroeconomic indicators*. [online]. Poslední revise 10. dubna 2009 [cit. 2009-04-10]. URL: <http://www.stat.gov.pl/gus/5207_ENG_HTML.htm>.
- [17] ČÁMSKÝ, F. *Fungování burzy s cennými papíry v ČR, Maďarsku a Polsku*. [online]. Poslední revise 5. dubna 2009 [cit. 2009-04-05]. URL: <<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=7>>.
- [18] Česká národní banka. *Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry*. [online]. Poslední revise 5. dubna 2009 [cit. 2009-04-05]. URL: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne.jsp?year=2008&show=Spustit+sestavu>.
- [19] Česká spořitelna. *Investiční příručka*. [online]. Poslední revise 5. března 2009 [cit. 2009-03-05]. URL: <http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Investicni_prirucka.pdf>.
- [20] ČESKÁ TELEVIZE. *Investorský magazín: 10. 2. 2007 – vysílání*. [online]. Poslední revise 12. března 2009 [cit. 2009-03-22]. URL: <<http://www.ceskatelevize.cz/ivysilani/207411058240006-investorsky-magazin/>>.
- [21] Český rozhlas. *Zblízka: Lucemburská ekonomika je založena na bankovním tajemství*. [online]. Poslední revise 8. května 2009 [cit. 2009-05-08]. URL: <http://www.rozhlas.cz/evropskaunie/publicistika/_zprava/575967>.
- [22] Český statistický úřad. *Míra inflace*. [online]. Poslední revise 8. dubna 2009 [cit. 2009-04-01]. URL: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>.
- [23] ČSOB. *Co (ne)říká investorovi ukazatel P/E*. [online]. Poslední revise 12. února 2009 [cit. 2009-02-12]. URL: <<http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Infoservis/Finance-dane/Pojisteni-a-investovani/22799660.html>>.

- [24] ECM. *Prospekt emitenta developerské firmy ECM*. [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://www.ecm.cz/korporatni-dokumenty/prospekt-emitenta.html>>.
- [25] ECM. *Tiskové zprávy pro investory ECM*. [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://www.ecm.cz/ir-udalosti-oznameni/tiskove-zpravy.html>>.
- [26] ERNST & YOUNG. *Growth during economic uncertainty*. [online]. Poslední revise 12. února 2009 [cit. 2009-02-12]. URL: <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/SGM_IPO_Trends_2008>.
- [27] EUROSKOP. *Seriál Podnikání v EU: Nizozemsko může být branou do světa*. [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://www.euroskop.cz/38/5122/clanek/serial-podnikani-v-eu-nizozemsko-muze-byt-branou-do-sveta/>>.
- [28] EUROSTAT. *Short-term interest rates: three-month interbank rates – Annual average (%)*. [online]. Poslední revise 15. dubna 2009 [cit. 2009-04-15]. URL: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00035>>.
- [29] FESE - Historical data. [online]. Poslední revise 18. dubna 2009 [cit. 2009-04-18]. URL: <<http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4>>.
- [30] HESJEDAL, K. *IPO Underpricing and Management Quality*. [online]. Poslední revise 14. června 2007 [cit. 2009-02-20]. URL: <<http://bora.nhh.no:8080/bitstream/2330/1690/1/Hesjedal%20Kristine%202007.pdf>>.
- [31] Hungary. *Inflation rate*. [online]. Poslední revise 15. dubna 2009 [cit. 2009-04-15]. URL: <<http://indexmundi.com/g/g.aspx?c=hu&v=71>>.
- [32] Invest in Taiwan. *GDP Growth Rates*. [online]. Poslední revise 25. prosince 2008 [cit. 2009-03-20]. URL: <http://investintaiwan.nat.gov.tw/en/env/stats/gdp_growth.html>.
- [33] IPO – Burza cenných papírů Praha, a. s. [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=IPO>>.

- [34] iPOINT. *Dotace a IPO? ... zkuste burzu v Maďarsku*. [online]. Poslední revise 18. dubna 2009 [cit. 2009-04-18]. URL: <<http://ipoint.financninoviny.cz/dotace-a-ipo-zkuste-burzu-v-madarsku.html>>.
- [35] iPOINT. *Měsíc Áček na burze: Jaký byl skutečný úspěch IPO, proč nebyla využita opce manažera emise a co to znamená?* [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://ipoint.financninoviny.cz/mesic-acek-na-burze-jaky-byl-skutecny-uspech-ipo-proc-nebyla-vyuzita-opce-manazera-emise-a-co-to-znamenava.html>>.
- [36] KUČHTA, D. *Budapeštská burza – první za železnou oponou*. [online]. Poslední revise 27. února 2009 [cit. 2009-02-28]. URL: <<http://www.investujeme.cz/clanky/budapestska-burza-prvni-za-zeleznou-oponou/>>.
- [37] KUČHTA, D. *Ukazatele fundamentální analýzy: K čemu slouží?* [online]. Poslední revise 20. ledna 2009 [cit. 2009-02-20]. URL: <<http://www.investujeme.cz/clanky/ukazatele-fundamentalni-analyzy-k-cemu-slouzi/>>.
- [38] KUČHTA, D. *Varšavská burza – ta, která předběhla i Londýn*. [online]. Poslední revise 12. února 2009 [cit. 2009-03-20]. URL: <<http://www.investujeme.cz/clanky/varsavska-burza-ta-ktera-predbehla-i-londyn/>>.
- [39] LJUNGQVIST, A. *IPO Underpricing*. Forthcoming in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance, Volume A*, (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), Chapter 7, 2006. [cit. 2009-02-07]. URL: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/Espen.Eckbo/PDFs/Handbookpdf/CH7-IPO%2005-24-06.pdf>>.
- [40] MICHAELIY R., WOMACK, K. L. *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations*. [online]. Poslední revise únor 1999 [cit. 2009-03-18]. URL: <<http://www.turtletrader.com/boost1.pdf>>.
- [41] Ministerstvo financí České republiky. *Změna emisního kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů 17.09. - 31.12.2008*. [online]. Poslední revise 15. prosince 2008 [cit. 2008-12-16]. URL: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_emise_sdd_41480.html?year=2008>.
- [42] PATRIA. *IPO společnosti NWR: Nabídková cena je 425,83*. [online]. Poslední revise 6. května 2008 [cit. 2009-03-18]. URL:

- <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1198557/ipo-spolecnosti-nwr-nabidkova-cena-je-42583-kc.html>>.
- [43] PEGAS NONWOVENS s. r. o. *Pegas Nonwovens zveřejnil prospekt emitenta*. [online]. Poslední revise 18. dubna 2009 [cit. 2009-04-18]. URL: <http://www.pegasas.cz/Data/files/tiskove%20centrum/tiskove%20zpravy/04_12_2006_TZ_Pegas_prospectus_Cz.pdf>.
- [44] PEGAS NONWOVENS s. r. o. *Tiskové zprávy*. [online]. Poslední revise 10. května 2009 [cit. 2009-05-10]. URL: <<http://www.pegasas.cz/default.asp?nDepartmentID=246&nLanguageID=1>>.
- [45] Poland. *Inflation rate*. [online]. Poslední revise 16. dubna 2009 [cit. 2009-04-16]. URL: <<http://indexmundi.com/g/g.aspx?v=71&c=pl&l=en>>.
- [46] PwC. *IPO Watch Europe – Review of the year 2008*. [online]. Poslední revise 18. března 2009 [cit. 2009-03-18]. URL: <http://www.pwc.co.uk/pdf/ipo_watch_review_2008.pdf>.
- [47] PwC. *Objem primárních emisí akcií loni v Evropě spadl o 82 pct.* [online]. Poslední revise 18. dubna 2009 [cit. 2009-04-18]. URL: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/205898-pwc-objem-primarnich-emisi-akcii-loni-v-evrope-spadl-o-82-pct/>>.
- [48] RADECKÝ, A. *Objem financí získaných prostřednictvím IPO klesl o 96 %*. [online]. Poslední revise 18. dubna 2009 [cit. 2009-04-18]. URL: <http://businessworld.cz/pruzkumy-a-analyzy/Objem_financi_ziskanych_prostrednictvim_IPO_klesl_o_96_procent-4142>.
- [49] RITTER, J. R., WELCH, I. *A Review of IPO Acitivity, Pricing and Allocations*. Working Paper 8805 [online]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, Únor 2002 [cit. 2008-02-07]. URL: <<http://www.nber.org/papers/w8805.pdf>>.
- [50] RITTER, J. R. *Initial Public Offerings: International Insights*. [online]. Poslední revise 26. ledna 2006 [cit. 2009-03-18]. URL: <[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/InternationalTable2006%20\(2\).pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/InternationalTable2006%20(2).pdf)>.
- [51] RITTER, J. R. *Some Factoids About the 2008 IPO Market*. [online]. Poslední revise 20. února 2009 [cit. 2009-03-18]. URL: <<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/IPOs2008Factoids.pdf>>.

- [52] STADAT. *Volume indices of GDP, quarterly data.* . [online]. Poslední revise 26. dubna 2009 [cit. 2009-04-26]. URL: <http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/eng/xstadat/xstadat_infra/tab13_01_01heg.html>.
- [53] Svaz průmyslu a obchodu ČR. *Vývoj HDP.* [online]. Poslední revise 11. března 2009 [cit. 2009-03-18]. URL: <<http://www.spcr.cz/statistika/hdp.htm>>.
- [54] VAJSEJTL, J. *Teoretická a empirická analýza IPO.* Diplomová práce [online]. Praha: Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií, 2004. Vedoucí diplomové práce Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc. [cit. 2008-02-07]. URL: <http://ies.fsv.cuni.cz/storage/work/471_josef_vajsejtl.pdf>.
- [55] WFE. *Statistics.* [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://www.world-exchanges.org/statistics>>.
- [56] Zentiva, N. V. *Prospekt ke kotaci 29 260 000 existujících akcií a 8 876 230 nových akcií na Burze cenných papírů Praha ze dne 23. 6. 2004* [online]. Poslední revise 23. června 2004 [cit. 2009-01-30]. URL: <<http://www.zentiva.cz/download/prospekt/U47380Aprospekt.pdf>>.
- [57] Zentiva, N. V. *Tisková prohlášení. 2004* [online]. Poslední revise 11. května 2009 [cit. 2009-05-11]. URL: <<http://www.zentiva.cz/default.aspx/cz/pressinvestor>>.

Seznam tabulek

TABULKA 1: POČÁTEČNÍ VÝNOSY EMISE VE 42 STÁTECH SVĚTA	28
TABULKA 2: POČET IPO A RŮST HDP V % V USA V LETECH 1980 – 2008	29
TABULKA 3: PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ V USA V LETECH 1990 – 2008	32
TABULKA 4: VÝKONNOST FIREM PO IPO V USA (1970-2006)	36
TABULKA 5: POČET DOPORUČENÍ KE KOUPI AKCIÍ BĚHEM 1. ROKU PO IPO	38
TABULKA 6: TŘÍLETÉ VÝNOSY IPO ROZTRŽIDĚNÉ PODLE OBJEMU TRŽEB PŘED ÚPISEM (1980-2004)	39
TABULKA 7: INVESTIČNÍ NÁSTROJE SE ZAMĚŘENÍM NA IPO	41
TABULKA 8: DCF MODEL	48

Seznam grafů

GRAF 1: CELOSVĚTOVÁ AKTIVITA V LETECH 1995 – 2007.....	24
GRAF 2: BRIC AKTIVITA V LETECH 2002 – 2007.....	26
GRAF 3: PODÍL JEDNOTLIVÝCH ZEMÍ BRIC NA JEJICH CELKOVÉ AKTIVITĚ V LETECH 2002 – 2007.....	26
GRAF 4: POČET IPO A MEZIROČNÍ RŮST HDP (v %) V USA V LETECH 1980 – 2008.....	30
GRAF 5: VLIV HDP NA POČET IPO V USA.....	30
GRAF 6: POČET IPO NA BCPP V LETECH 2000 – 2008.....	56
GRAF 7: POČET IPO NA VARŠAVSKÉ BURZE V LETECH 2000 – 2008.....	57
GRAF 8: POČET IPO NA BSE V LETECH 2000 – 2008.....	59
GRAF 9: VLIV VÝVOJE HDP NA VÝVOJ INDEXU PX.....	61
GRAF 10: VLIV HDP NA VÝVOJ INDEXU PX SE ZPOŽDĚNÍM 3 ČTVRTLETÍ.....	61
GRAF 11: VLIV INDEXU PX NA VÝVOJ HDP.....	62
GRAF 12: VLIV INFLACE NA ČTVRTLETNÍ VÝNOS INDEXU PX V LETECH 2000 – 2008.....	63
GRAF 13: VLIV TRÍMĚSÍČNÍ MEZIBANKOVNÍ ÚROKOVÉ SAZBY NA ČTVRTLETNÍ VÝNOS INDEXU PX.....	63
GRAF 14: VLIV HDP NA VÝVOJ TRŽNÍ KAPITALIZACE.....	64
GRAF 15: VLIV HDP NA VÝVOJ INDEXU WIG.....	65
GRAF 16: VLIV HDP NA VÝVOJ INDEXU WIG SE ZPOŽDĚNÍM 3 ČTVRTLETÍ.....	66
GRAF 17: VZTAH INFLACE A ROČNÍHO VÝNOSU INDEXU WIG.....	67
GRAF 18: ROČNÍ VÝVOJ TRÍMĚSÍČNÍ MEZIBANKOVNÍ ÚROKOVÉ SAZBY A INDEXU WIG.....	67
GRAF 19: POČET IPO A 3M MEZIBANKOVNÍ ÚROKOVÉ SAZBY V POLSKU.....	68
GRAF 20: POČET IPO A RŮST HDP V LETECH 2000 – 2008.....	69
GRAF 21: VLIV HDP NA ČTVRTLETNÍ VÝVOJ INDEXU BUX.....	70
GRAF 22: VLIV BURZOVNÍHO INDEXU BUX NA VÝVOJ HDP.....	70
GRAF 23: ČTVRTLETNÍ INFLACE NA BURZOVNÍ INDEX BUX.....	71
GRAF 24: 3M MEZIBANKOVNÍ TRŽNÍ KAPITALIZACE A VÝVOJ HDP V MAĎARSKU.....	72
GRAF 25: VLIV ÚROKOVÉ SAZBY A VÝNOS INDEXU BUX.....	72
GRAF 26: MĚSÍČNÍ VÝNOS ZENTIVY A INDEXU PX.....	76
GRAF 27: MĚSÍČNÍ VÝNOSY SPOLEČNOSTI ECM A INDEXU PX.....	78
GRAF 28: MĚSÍČNÍ VÝNOSY SPOLEČNOSTI PEGAS A INDEXU PX.....	80
GRAF 29: MĚSÍČNÍ VÝNOSY AAA AUTO A INDEXU PX.....	82
GRAF 30: MĚSÍČNÍ VÝNOSY NWR A INDEXU PX.....	84

Seznam použitých zkratek a symbolů

BCPP – Burza cenných papírů Praha

BRIC – Brazílie, Rusko, Indie, Čína

BSE – Budapešťská burza

CZK – Česká koruna

DCF modely – modely založené na diskontovaném cash flow

EUR – Euro

HDP – Hrubý domácí produkt

IPO – prvotní veřejná nabídka akcií

OECD - Mezinárodní organizace pro hospodářskou spolupráci

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

SEO – Seasoned Equity Offering

SPO – Secondary Public Offering

USA – Spojené státy americké

USD – Americký dolar

WSE – Varšavská burza

Seznam příloh

Příloha č. 1: Tabulka s daty ohledně výpočtů k BCPP

Příloha č. 2: Tabulka s daty ohledně výpočtů k WSE

Příloha č. 3: Tabulka s daty ohledně výpočtů k WSE – roční údaje

Příloha č. 4: Tabulka s daty ohledně výpočtů k BSE – roční údaje

Příloha č. 5: Tabulka s daty ohledně výpočtů k BSE

Příloha č. 6: Měsíční vývoj akcií společnosti Zentiva a indexu PX

Příloha č. 7: Měsíční vývoj akcií společnosti ECM a indexu PX

Příloha č. 8: Měsíční vývoj akcií společnosti Pegas a indexu PX

Příloha č. 9: Měsíční vývoj akcií společnosti AAA Auto Group a indexu PX

Příloha č. 10: Měsíční vývoj akcií společnosti NWR a indexu PX

Příloha č. 1: Tabulka s daty ohledně výpočtů k BCPP

Rok	Čtvrtletí	Čtvrtletní výnos indexu PX	Čtvrtletní vývoj HDP	Čtvrtletní tržní kapitalizace	Inflace	3M mezibankovní úroková sazba - roční průměr
2000	I	31,55%	3,2%	24,72%	2,3%	5,35%
	II	-18,53%	3,8%	-15,24%	2,6%	5,33%
	III	-4,42%	3,9%	-7,60%	3,3%	5,34%
	IV	-4,61%	3,7%	-5,28%	3,9%	5,42%
2001	I	-11,08%	3,2%	-9,28%	4,0%	5,05%
	II	-1,83%	2,5%	-1,99%	4,3%	5,09%
	III	-20,54%	2,2%	-18,58%	4,7%	5,41%
	IV	18,89%	1,9%	9,09%	4,7%	4,69%
2002	I	8,64%	2,1%	17,49%	4,6%	4,30%
	II	-3,76%	2,1%	-3,64%	3,9%	3,78%
	III	7,13%	1,6%	-8,29%	2,7%	2,99%
	IV	4,23%	1,8%	35,91%	1,8%	2,63%
2003	I	6,97%	3,0%	6,31%	0,8%	2,39%
	II	8,58%	3,6%	7,57%	0,2%	2,33%
	III	12,50%	3,9%	8,86%	0,0%	2,06%
	IV	9,49%	3,8%	8,30%	0,1%	2,08%
2004	I	24,99%	3,9%	21,89%	0,8%	2,05%
	II	-3,68%	4,3%	-0,85%	1,4%	2,33%
	III	10,32%	4,4%	8,57%	2,2%	2,72%
	IV	17,89%	5,3%	15,38%	2,8%	2,57%
2005	I	13,22%	5,7%	-22,83%	2,6%	2,08%
	II	3,57%	6,3%	1,21%	2,4%	1,75%
	III	20,13%	6,4%	17,48%	2,0%	1,80%
	IV	1,33%	6,8%	0,63%	1,9%	2,17%
2006	I	3,46%	6,8%	4,35%	2,2%	2,08%
	II	-8,76%	6,8%	-9,22%	2,5%	2,16%
	III	4,11%	6,9%	-0,32%	2,8%	2,49%
	IV	9,77%	6,6%	12,13%	2,5%	2,56%
2007	I	7,76%	6,8%	2,83%	2,2%	2,56%
	II	8,58%	6,8%	13,51%	2,1%	2,93%
	III	-2,30%	6,5%	5,42%	2,0%	3,46%
	IV	-0,07%	6,3%	8,66%	2,8%	4,05%
2008	I	-14,50%	4,4%	-10,20%	4,3%	4,04%
	II	-4,41%	4,4%	4,03%	5,4%	4,21%
	III	-18,79%	4,0%	-17,32%	6,4%	3,81%
	IV	-28,76%	0,2%	-19,95%	6,3%	3,89%

Příloha č. 2: Tabulka s daty ohledně výpočtů k WSE

Rok	Čtvrtletí	Čtvrtletní výnos indexu WIG	Čtvrtletní vývoj HDP	Čtvrtletní tržní kapitalizace	Počet IPO
2000	I	17,54%	6,0%		
	II	-7,59%	5,4%	-8,34%	
	III	-14,05%	3,3%	-14,46%	
	IV	5,72%	2,7%	9,30%	
2001	I	-17,64%	2,4%	-7,70%	
	II	-5,13%	1,2%	-5,95%	
	III	-14,73%	1,0%	-15,68%	
	IV	17,09%	0,5%	18,94%	
2002	I	7,93%	0,6%	-4,16%	
	II	-5,55%	0,9%	-4,74%	
	III	-9,83%	1,9%	-8,04%	
	IV	12,26%	2,2%	10,38%	
2003	I	-4,23%	2,4%	-22,17%	
	II	16,19%	4,0%	11,69%	
	III	20,91%	4,2%	13,77%	
	IV	7,71%	4,7%	9,79%	
2004	I	14,65%	6,9%	31,22%	
	II	0,33%	6,0%	0,12%	
	III	5,51%	4,8%	4,17%	
	IV	5,42%	4,0%	28,84%	
2005	I	2,37%	2,4%	9,02%	11
	II	3,90%	3,2%	5,40%	8
	III	19,30%	4,3%	18,00%	9
	IV	5,32%	4,4%	13,00%	7
2006	I	12,98%	5,4%	12,17%	0
	II	1,05%	6,3%	-1,31%	8
	III	8,38%	6,6%	8,64%	13
	IV	14,44%	6,6%	18,22%	17
2007	I	14,11%	7,4%	25,68%	12
	II	14,87%	6,5%	15,57%	20
	III	-8,64%	6,5%	-7,42%	21
	IV	-7,82%	6,5%	-5,14%	28
2008	I	-13,72%	6,0%	-24,47%	19
	II	-14,30%	5,8%	-14,49%	38
	III	-9,18%	4,8%	-7,68%	13
	IV	-27,13%	2,9%	-24,04%	12

Příloha č. 3: Tabulka s daty ohledně výpočtů k WSE – roční údaje

Rok	Počet IPO	Růst HDP	Roční výnos indexu WIG	Inflace	3M mezibankovní úroková sazba - roční průměr
2000	13	4,3%	0,11%	8,4%	18,77%
2001	9	1,2%	-21,99%	10,2%	16,07%
2002	4	1,4%	3,19%	2,5%	8,98%
2003	6	3,8%	44,92%	1,9%	5,68%
2004	36	5,4%	27,94%	0,7%	6,20%
2005	35	3,5%	33,66%	3,4%	5,28%
2006	38	6,5%	41,60%	2,2%	4,21%
2007	81	6,7%	10,39%	1,3%	4,74%
2008	82	4,9%	-51,07%	4,1%	6,36%

Příloha č. 4: Tabulka s daty ohledně výpočtů k BSE – roční údaje

Rok	Počet IPO	Růst HDP	Roční výnos indexu BUX	Inflace	3M mezibankovní úroková sazba - roční průměr
2000	1	5,3%	-10,39%	10,0%	11,39%
2001	1	4,1%	-8,20%	9,8%	10,87%
2002	0	4,4%	8,99%	5,3%	9,21%
2003	2	4,2%	20,11%	5,3%	8,51%
2004	1	4,8%	55,90%	4,7%	11,53%
2005	1	4,1%	40,91%	7,0%	6,70%
2006	3	3,9%	20,13%	3,6%	7,23%
2007	3	1,2%	5,65%	3,7%	7,86%
2008	4	0,6%	-52,93%	7,8%	8,79%

Příloha č. 5: Tabulka s daty ohledně výpočtů k BSE

Rok	Čtvrtletí	Čtvrtletní výnos indexu BUX	Čtvrtletní vývoj HDP	Čtvrtletní tržní kapitalizace	Inflace
2000	I	14,16%	6,60%		9,57%
	II	-15,97%	5,70%		9,14%
	III	-1,44%	4,60%		10,33%
	IV	-4,04%	4,20%		10,10%
2001	I	-14,92%	4,40%		10,46%
	II	0,31%	4,50%		10,52%
	III	-7,79%	4,00%		7,96%
	IV	15,39%	3,50%		6,79%
2002	I	13,27%	4,00%	10,04%	6,76%
	II	-10,17%	4,10%	-10,64%	4,86%
	III	-4,11%	4,40%	-1,91%	4,63%
	IV	9,34%	4,20%	7,26%	4,81%
2003	I	-4,29%	3,30%	-3,08%	3,81%
	II	3,99%	4,30%	4,55%	4,30%
	III	13,62%	4,40%	11,65%	4,60%
	IV	3,44%	4,70%	4,06%	5,70%
2004	I	15,87%	4,60%	16,91%	6,73%
	II	3,96%	5,10%	2,36%	7,43%
	III	9,36%	4,90%	11,15%	6,72%
	IV	17,55%	4,60%	13,41%	5,50%
2005	I	16,34%	2,80%	13,30%	3,47%
	II	11,01%	4,40%	6,65%	3,80%
	III	23,81%	4,10%	20,90%	3,69%
	IV	-10,35%	4,50%	-10,48%	3,30%
2006	I	10,47%	4,90%	10,74%	2,29%
	II	-6,89%	3,70%	-13,52%	2,70%
	III	3,39%	4,20%	3,75%	5,80%
	IV	13,14%	4,00%	23,12%	6,50%
2007	I	-5,41%	2,50%	-10,17%	9,03%
	II	23,18%	0,90%	21,22%	8,57%
	III	-1,08%	0,60%	9,15%	6,30%
	IV	-7,40%	0,50%	-20,38%	7,70%
2008	I	-16,28%	1,70%	-18,44%	7,10%
	II	-7,33%	2,00%	0,78%	7,00%
	III	-7,21%	0,80%	-11,08%	5,70%
	IV	-31,72%	-2,30%	-42,12%	3,80%

Příloha č. 6: Měsíční vývoj akcií společnosti Zentiva a indexu PX

Rok	Datum	Závěrečný kurz	Měsíční výnos	Hodnota indexu	Výnos indexu PX
2004	28.6.2004	504,5		792,5	
	28.7.2004	539,8	7,00%	786,1	-0,81%
	27.8.2004	587,5	8,84%	804,2	2,30%
	27.9.2004	553,8	-5,74%	847,4	5,37%
	27.10.2004	618,0	11,59%	892,9	5,37%
	29.11.2004	687,0	11,17%	1 021,9	14,45%
	28.12.2004	732,0	6,55%	1 020,5	-0,14%
2005	28.1.2005	784,8	7,21%	1 102,2	8,01%
	28.2.2005	892,5	13,72%	1 199,9	8,86%
	29.3.2005	867,0	-2,86%	1 162,0	-3,16%
	28.4.2005	883,7	1,93%	1 129,9	-2,76%
	29.5.2005	804,1	-9,01%	1 139,1	0,81%
	28.6.2005	888,3	10,47%	1 204,2	5,72%
	28.7.2005	893,5	0,59%	1 252,8	4,04%
	29.8.2005	924,8	3,50%	1 307,8	4,39%
	29.9.2005	1 125,0	21,65%	1 450,5	10,91%
	27.10.2005	1 057,0	-6,04%	1 355,6	-6,54%
	28.11.2005	1 093,0	3,41%	1 407,2	3,81%
	28.12.2005	1 131,0	3,48%	1 463,1	3,97%
2006	27.1.2006	1 187,0	4,95%	1 517,6	3,72%
	28.2.2006	1 171,0	-1,35%	1 547,5	1,97%
	28.3.2006	1 277,0	9,05%	1 527,1	-1,32%
	28.4.2006	1 171,0	-8,30%	1 493,7	-2,19%
	29.5.2006	1 093,0	-6,66%	1 379,8	-7,63%
	28.6.2006	961,1	-12,07%	1 321,0	-4,26%
	28.7.2006	1 144,0	19,03%	1 434,5	8,59%
	28.8.2006	1 162,0	1,57%	1 414,8	-1,37%
	27.9.2006	1 307,0	12,48%	1 448,7	2,40%
	27.10.2006	1 249,0	-4,44%	1 552,8	7,19%
	28.11.2006	1 187,0	-4,96%	1 530,0	-1,47%
	28.12.2006	1 263,0	6,40%	1 582,0	3,40%
2007	29.1.2007	1 289,0	2,06%	1 661,3	5,01%
	28.2.2007	1 203,0	-6,67%	1 628,0	-2,00%
	28.3.2007	1 425,0	18,45%	1 680,1	3,20%
	27.4.2007	1 512,0	6,11%	1 812,0	7,85%
	28.5.2007	1 439,0	-4,83%	1 828,4	0,91%
	28.6.2007	1 437,0	-0,14%	1 843,6	0,83%
	27.7.2007	1 192,0	-17,05%	1 771,4	-3,92%
	28.8.2007	1 215,0	1,93%	1 773,9	0,14%
	27.9.2007	1 179,0	-2,96%	1 816,3	2,39%
	29.10.2007	1 176,0	-0,25%	1 936,1	6,60%
	28.11.2007	952,0	-19,05%	1 748,1	-9,71%
	28.12.2007	972,0	2,10%	1 815,1	3,83%
2008	28.1.2008	816,0	-16,05%	1 487,4	-18,05%
	28.2.2008	920,4	12,79%	1 569,8	5,54%
	28.3.2008	962,6	4,58%	1 563,5	-0,40%

Rok	Datum	Závěrečný kurz	Měsíční výnos	Hodnota indexu	Výnos indexu PX
	28.4.2008	905,5	-5,93%	1 591,4	1,78%
	28.5.2008	1 013,0	11,87%	1 675,9	5,31%
	27.6.2008	1 117,0	10,27%	1 478,0	-11,81%
	28.7.2008	1 064,0	-4,74%	1 445,2	-2,22%
	28.8.2008	1 079,0	1,41%	1 456,2	0,76%
	29.9.2008	1 126,0	4,36%	1 205,5	-17,22%
	29.10.2008	1 073,0	-4,71%	791,9	-34,31%
	28.11.2008	1 063,0	-0,93%	863,2	9,00%
	29.12.2008	1 071,0	0,75%	867,6	0,51%
2009	28.1.2009	1 119,0	4,48%	786,4	-9,36%
	27.2.2009	1 087,0	-2,86%	640,9	-18,50%
	27.3.2009	1 153,0	6,07%	787,7	22,91%
	27.4.2009	1 067,0	-7,46%	824,0	4,61%

Příloha č. 7: Měsíční vývoj akcií společnosti ECM a indexu PX

Rok	Datum	Závěrečný kurz	Měsíční výnos	Hodnota indexu	Výnos indexu PX	HPV
2006	7.12.2006	1471		1614,1		
2007	5.1.2007	1469	-0,14%	1599,9	-0,88%	0,74%
	7.2.2007	1469	0,00%	1714,9	7,19%	-7,19%
	7.3.2007	1651	12,39%	1626,9	-5,13%	17,52%
	6.4.2007	2012	21,87%	1754,2	7,82%	14,04%
	7.5.2007	1899	-5,62%	1826,3	4,11%	-9,73%
	7.6.2007	1798	-5,32%	1840,7	0,79%	-6,11%
	4.7.2007	1774	-1,33%	1897,6	3,09%	-4,43%
	7.8.2007	1644	-7,33%	1770,4	-6,70%	-0,62%
	7.9.2007	1599	-2,74%	1762,4	-0,45%	-2,29%
	5.10.2007	1604	0,31%	1881,5	6,76%	-6,45%
	7.11.2007	1490	-7,11%	1871,4	-0,54%	-6,57%
	7.12.2007	1236	-17,05%	1842,7	-1,53%	-15,51%
2008	7.1.2008	1045	-15,45%	1725,3	-6,37%	-9,08%
	7.2.2008	835,5	-20,05%	1501	-13,00%	-7,05%
	7.3.2008	842,6	0,85%	1467,9	-2,21%	3,05%
	7.4.2008	802,2	-4,79%	1585,3	8,00%	-12,79%
	7.5.2008	848,6	5,78%	1663,7	4,95%	0,84%
	6.6.2008	726	-14,45%	1632,6	-1,87%	-12,58%
	7.7.2008	634,1	-12,66%	1442,1	-11,67%	-0,99%
	7.8.2008	488,9	-22,90%	1450,6	0,59%	-23,49%
	5.9.2008	459,6	-5,99%	1374,5	-5,25%	-0,75%
	7.10.2008	265,5	-42,23%	1084,6	-21,09%	-21,14%
	7.11.2008	295,5	11,30%	893,7	-17,60%	28,90%
	5.12.2008	261,6	-11,47%	823,8	-7,82%	-3,65%
2009	7.1.2009	258,1	-1,34%	879,6	6,77%	-8,11%
	6.2.2009	211,5	-18,06%	733,8	-16,58%	-1,48%
	6.3.2009	241,6	14,23%	643,3	-12,33%	26,56%
	7.4.2009	205	-15,15%	786,9	22,32%	-37,47%

Příloha č. 8: Měsíční vývoj akcií společnosti Pegas a indexu PX

Rok	Datum	Závěrečný kurz	Měsíční výnos	Hodnota indexu	Výnos indexu PX	HPV
2006	18.12.2006	784		1626,1		
2007	18.1.2007	764	-2,55%	1624,2	-0,12%	-2,43%
	16.2.2007	699,1	-8,49%	1701,3	4,75%	-13,24%
	16.3.2007	716	2,42%	1643,2	-3,42%	5,83%
	18.4.2007	769,5	7,47%	1794,4	9,20%	-1,73%
	18.5.2007	812	5,52%	1836	2,32%	3,20%
	18.6.2007	791,5	-2,52%	1848,7	0,69%	-3,22%
	18.7.2007	813,5	2,78%	1864	0,83%	1,95%
	17.8.2007	704	-13,46%	1688,1	-9,44%	-4,02%
	18.9.2007	762,1	8,25%	1750,8	3,71%	4,54%
	18.10.2007	744,6	-2,30%	1886	7,72%	-10,02%
	16.11.2007	733,7	-1,46%	1793,8	-4,89%	3,42%
	18.12.2007	700,6	-4,51%	1796,7	0,16%	-4,67%
2008	18.1.2008	674,5	-3,73%	1561,7	-13,08%	9,35%
	18.2.2008	664,1	-1,54%	1568,5	0,44%	-1,98%
	18.3.2008	555,6	-16,34%	1504,4	-4,09%	-12,25%
	18.4.2008	492	-11,45%	1561,1	3,77%	-15,22%
	16.5.2008	482,5	-1,93%	1701,1	8,97%	-10,90%
	18.6.2008	409,5	-15,13%	1623,7	-4,55%	-10,58%
	18.7.2008	333	-18,68%	1424,2	-12,29%	-6,39%
	18.8.2008	376,5	13,06%	1442,6	1,29%	11,77%
	18.9.2008	316,5	-15,94%	1178	-18,34%	2,41%
	17.10.2008	215,5	-31,91%	842,8	-28,46%	-3,46%
	18.11.2008	220	2,09%	777	-7,81%	9,90%
	18.12.2008	221,5	0,68%	833,5	7,27%	-6,59%
2009	16.1.2009	241,6	9,07%	842,1	1,03%	8,04%
	18.2.2009	247	2,24%	628,5	-25,37%	27,60%
	18.3.2009	236,5	-4,25%	706,3	12,38%	-16,63%
	17.4.2009	279,8	18,31%	845,3	19,68%	-1,37%

Příloha č. 9: Měsíční vývoj akcií společnosti AAA Auto Group a indexu PX

Rok	Datum	Závěrečný kurz	Měsíční výnos	Hodnota indexu	Výnos indexu PX	HPV
2007	24.9.2007	55,04		1792,1		
	24.10.2007	53,24	-3,27%	1872,6	4,49%	-7,76
	23.11.2007	47,19	-11,36%	1767,9	-5,59%	-5,77
	21.12.2007	44,07	-6,61%	1769	0,06%	-6,67
2008	24.1.2008	27,85	-36,81%	1523,4	-13,88%	-22,92
	22.2.2008	25,07	-9,98%	1537,7	0,94%	-10,92
	21.3.2008	18,87	-24,73%	1516,9	-1,35%	-23,38
	24.4.2008	20,35	7,84%	1564,1	3,11%	4,73
	23.5.2008	25,02	22,95%	1671,3	6,85%	16,09
	24.6.2008	19,29	-22,90%	1513,7	-9,43%	-13,47
	24.7.2008	17,42	-9,69%	1441,6	-4,76%	-4,93
	22.8.2008	17,19	-1,32%	1455,4	0,96%	-2,28
	24.9.2008	15,19	-11,63%	1283,1	-11,84%	0,20
	24.10.2008	9,12	-39,96%	751,3	-41,45%	1,49
	24.11.2008	8,19	-10,20%	792	5,42%	-15,61
	23.12.2008	8,67	5,86%	846,8	6,92%	-1,06
2009	23.1.2009	8,5	-1,96%	751	-11,31%	9,35
	24.2.2009	6,17	-27,41%	644,9	-14,13%	-13,28
	24.3.2009	5,41	-12,32%	778,8	20,76%	-33,08

Příloha č. 10: Měsíční vývoj akcií společnosti NWR a indexu PX

Rok	Datum	Závěrečný kurz	Měsíční výnos	Hodnota indexu	Výnos indexu PX	HPV
2008	6.5.2008	445,0		1 644,0		
	6.6.2008	533,4	19,87%	1 632,6	-0,69%	20,56%
	4.7.2008	477,3	-10,52%	1 420,0	-13,02%	2,50%
	6.8.2008	449,5	-5,82%	1 459,6	2,79%	-8,61%
	5.9.2008	386,4	-14,04%	1 374,5	-5,83%	-8,21%
	6.10.2008	168,5	-56,38%	1 102,9	-19,76%	-36,62%
	6.11.2008	101,8	-39,63%	866,7	-21,42%	-18,21%
	5.12.2008	69,7	-31,50%	823,8	-4,95%	-26,55%
	2009	6.1.2009	84,6	21,41%	904,7	9,82%
6.2.2009		73,8	-12,74%	733,8	-18,89%	6,15%
6.3.2009		62,3	-15,63%	643,4	-12,32%	-3,31%
6.4.2009		75,4	21,01%	814,2	26,55%	-5,54%