

# ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A. G.

## DEVELOPERSKÁ HRA NA „CITY“

Ing. Karel Potměšil  
Analytik  
potmesil@cyrrus.cz

19. 2. 2007

**Cílová cena 1938 CZK**  
**Úvodní doporučení: koupit**

### Základní informace

Datum	19. 2. 2007
Posled. záv. kurz	1 597,0 CZK
Vydaných akcií	3 862 500 ks
Tržní kapitalizace	5,96 mld. CZK
Plně zřed. akcií	5 590 680 ks
Prům. den. objem	97,39 mil. CZK
52 týdenní max.	1 597,0 CZK
52 týdenní min.	1318,3 CZK
Beta	1,00

### Akcionářská struktura

ECM Group	55,53 %
Free float	44,47 %

### Poměrové ukazatele 2006e

ROA	5,01 %
ROE	14,77 %
Pasiva/vl. jmění	1,87
Zisk na akcii	3,23 eur
Vl. jmění na akcii	21,90 eur
NAV na akcii	25,98 eur

### Vývoj kurzu akcie



Společnost ECM je developerskou firmou, která se snaží aktivně využít současného rozvoje realitního trhu v České republice a Rusku. Tradičně působí na pražském trhu, v nedávné době zahájila expanzi do ostatních měst ČR a také do Ruska. V Praze je jejím největším projektem postupný development komplexu CITY na Pankráci, kde jsou již některé budovy dokončeny, jiné se nacházejí ve fázi výstavby a další se teprve připravují. Tento projekt je zároveň největším projektem v rámci veškerých aktivit firmy.

V dalších městech ČR společnost hledá nové příležitosti, neboť realitní trh je zde méně rozvinutý a konkurenční než v Praze. Podobná je i situace v Rusku. Při svém rozvoji společnost využívá joint ventures s jinými „většími“ hráči v oboru, společnostmi ECE Hamburg či Citigroup Property Investors. Spolu s ECE Hamburg je realizován development obchodních prostor, s CPI je prozatím uzavřena dohoda na tři roky, tento joint ventures se zaměřuje na regionální česká města.

Převážnou část svých aktivit ECM věnuje developmentu nemovitostí, v nedávné době se ale začala zaměřovat také na investorskou činnost. Ve svém investičním portfoliu nyní drží několik budov zvláště v komplexu CITY. Tyto budovy určené k pronájmu nabízejí především kancelářské prostory. Společnost hodlá do budoucna udržovat své investiční portfolio na úrovni 15 – 20 % hodnoty aktiv. Další z činností, která ovšem negeneruje ve srovnání především s developmentem významné peněžní toky, je správa budov (tzv. facility management). Tyto služby jsou poskytovány jak vlastním projektům, tak i třetím osobám, mezi nimiž stojí za zmínku Sazka Arena či Bařův mrakodrap ve Zlíně.

Společnost je nováčkem na pražské burze, na kterou úspěšně vstoupila v prosinci loňského roku. Akcie prozatím nejsou součástí výběrového indexu PX, očekáváme ovšem jejich zařazení při nejbližší revizi.

Majoritním akcionářem společnosti je ECM Group, jejímž jediným vlastníkem je Milan Janků, jeden ze spoluzakladatelů společnosti, který v ní působí od roku 1991. Free float je 44,47 %, ovšem je velice pravděpodobné, že dojde k jeho zvýšení. Financování pokračující expanze emisí nových akcií je u podobných firem běžné, nicméně společnost nehodlá nové akcie vydávat v horizontu nejbližších 18 měsíců. Ovšem již v loňském roce vydala dluhopisy s warranty, kterou jsou vyměnitelné na akcie. Při jejich plném využití by se objem emise ze současných 3,86 milionů kusů akcií zvýšil na 5,59 milionů kusů a free float by vzrostl na 49,67 %

Při analýze společnosti pozitivně hodnotíme postupnou diverzifikaci aktivit, a to jak územní, tak i z hlediska zaměření podnikání (z developmentu také i investiční činností). Dobře hodnotíme přesun na nové trhy i spojení s firmami ECE a CPI, které nabízejí pro společnost velikosti ECM vhodné růstové příležitosti společným rozvojem projektů, na které by její síly samotné nestačily. Na základě modelu diskontovaných peněžních toků, s přihlédnutím k růstovým možnostem firmy, jejím rizikům a oborovému srovnání stanovujeme cílovou cenu akcie společnosti na **1 938 CZK** a doporučujeme tento titul **koupit**.

	2006e	2007f	2008f
P/E	17,45	27,03	17,23
P/BV	2,58	2,25	1,99
P/NAV	2,17	1,91	1,69
Zisk na akcii	3,24	2,09	3,28
NAV na akcii	25,98	29,54	33,31
ROE	14,77%	8,37%	11,55%
Pasiva/vl. jmění	1,87	2,16	2,30

Zdroj: Cyrrus

Hra na CITY začala v roce 1999

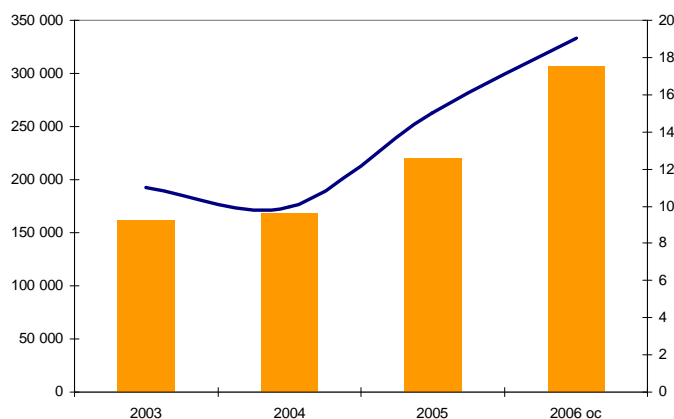
Během existence firmy bylo dokončeno 10 projektů, nyní jich má ECM 20

## Profil společnosti

### Historie ECM

Společnost ECM je developerskou a investiční společností, která svou činnost v České republice započala roku 1991. Byla založena třemi soukromými osobami (Milanem Janků, Karlem Heinzem Hauptmannem a Peterem Fellegim). V roce 1999 firma začala se svým aktuálně největším projektem – první akvizicí v rámci projektu CITY v Praze. Development tohoto projektu začal o rok později a pokračuje až dosud.

**Graf č. 1: Velikost firemního portfolia v m<sup>2</sup> a počet projektů**

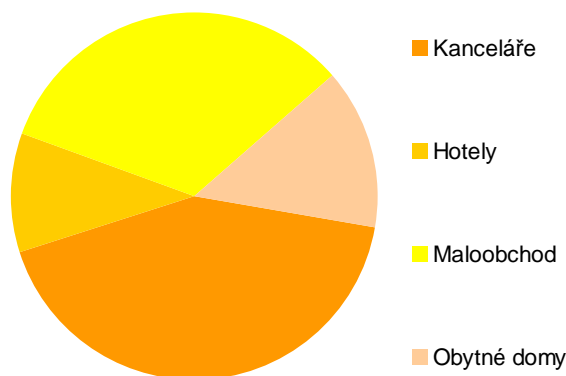


Zdroj: ECM Offering Circular

2006 oc – ke dni vydání publikace Offering Circular

Za dobu své existence ECM dokončila zhruba 10 menších či větších projektů v ČR i zahraničí (Rumunsku). V současnosti má připraveno či rozpracováno kolem 20 nových projektů, a to v Praze, Plzni, Ostravě a také v Rusku (příčemž další projekty jsou plánovány). Ty zahrnují kancelářské budovy, hotely, maloobchodní komplexy či rezidenční výstavbu. Hlavní aktivitou skupiny ECM je development komerčních a rezidenčních budov se zaměřením na Českou republiku a nově i Rusko, kde své zastoupení otevřela v roce 2005. Ve stejném roce začala také expanze do regionálních měst České republiky. Firma se také začala věnovat investiční činnosti a tzv. facility managementu (správa budov).

**Graf č. 2: Rozdělení firemního portfolia podle plochy v m<sup>2</sup>**



Zdroj: ECM Offering Circular

Z Prahy do dalších měst, a také do Ruska, projekty jsou vybírány podle svého IRR

Ve dvou se to lépe táhne, společnost se při svých aktivitách spojuje se zahraničním kapitálem

Převážnou část aktivit tvoří stále development

## Strategie společnosti

Aktivity společnosti ECM jsou aktuálně soustředěny v ČR a Rusku. Na obou těchto trzích se firma zajímá o development atraktivních projektů, především v segmentu kancelářském, dále hotelovém, obchodním, residenčním a v malé míře skladovém/logistickém. Na prvním místě jsou projekty vybírány podle svého potenciálního IRR (vnitřní výnosové procento), které je postaveno nad segment trhu či geografické umístění projektu.

V krátkém a střednědobém horizontu se společnost hodlá soustředit na developerské a investiční aktivity v Praze, v segmentu kancelářském a také v oblasti luxusních residenčních projektů, kde vidí pokračující příležitosti. V regionálních městech v ČR se ECM soustředí na kanceláře, hotely a obchodní segment, výběrově zvažuje příležitosti k investicím či developmentu residenčního majetku (se zaměřením na tzv. top-end, tedy nejvyšší třídu).

Rusko si firma vybrala pro expanzi svých aktivit a diverzifikování rizika. Zde nachází poptávku po developerských projektech ve všech klíčových segmentech, ve kterých působí. Na tomto trhu se hodlá přednostně soustředit na budování retailových center ve velkých regionálních městech, vysoce kvalitní kancelářské budovy a hotely ve městech s populací nad 300 tisíc obyvatel a na residenční projekty v Moskvě a Petrohradě.

## Joint ventures

Projekty developmentu maloobchodních aktivit jsou realizovány prostřednictvím joint venture se společností ECE Projekt Management International GmbH (ECE Hamburg). ECE Hamburg je přední evropskou společností zaměřující se na obchodní centra, která působí v 15 zemích. Aktuálně řídí 99 obchodních center, 22 dalších je ve výstavbě či plánováno. Celková prodejní plocha je 2,7 milionu čtverečních metrů. Prvním společným projektem tohoto joint venture je Ryazan Shopping Center v Rusku, společnost také rozvíjí aktivity s ECE v České republice.

Na počátku roku 2006 ECM podepsala dohodu o joint venture s dceřinou společností Citigroup Inc., Citigroup Property Investors (CPI). Tato dohoda se týká nových developerských projektů v České republice mimo Prahu. Počáteční období, na které byla dohoda podepsána, jsou tři roky. Povinností ECM je každý nový mimopražský projekt v ČR nejprve nabídnout CPI. Pokud se CPI rozhodne do projektu nezapojit, může jej ECM nadále rozvíjet samostatně nebo ve spojení se třetí stranou (té ovšem nesmějí být nabídnuty lepší podmínky než CPI). Prvními projekty v tomto joint venture byly Diplomat Center a Varenská Center. O třetím projektu, kterým je Unhošť Residential bylo rozhodnuto v říjnu 2006.

Společnost má také od roku 1999 dlouhodobou dohodu s Marriott Hotels International B.V. v oblasti tzv. hospitality managementu. ECM provádí outsourcing svých hotelových aktivit, pomocí dohod o licencích obchodní značky Marriott. Jako součást své růstové strategie plánuje ECM development nových hotelů „Courtyard by Marriott“ na nových trzích včetně Ruska a středo a východoevropských zemích.

## Aktivity firmy

### Developerské projekty

Největším projektem, do něž firma vkládá většinu svého úsilí, je komplex budov na pražské Pankráci, nazývaný CITY (podle něj nesou toto slovo v názvu všechny budovy do projektu zařazené). Toto zřejmě aktuálně největší staveniště v Praze zahrnuje budovy již dokončené a zařazené do investičního portfolia i budovy teprve rozestavěné, či jen v projektové fázi, jež budou v budoucnu pronajaty nebo prodány.

City Tower je nejvyšší budovou v ČR, původně postavenou pro Československý rozhlas, s výškou 109 metrů. Budova byla zakoupena v roce 1999. V prvním čtvrtletí roku 2006 ECM získala stavební povolení, následně započala její dostavba. Firma již během výstavby aktivně hledá budoucí nájemníky kanceláří, kteří by se do budovy nastěhovali po dokončení plánovaném na konec roku 2007. Projekt je financován 15 % z vlastních zdrojů a 85 % úvěrem.

**Kromě CITY působí ECM i jinde  
v Praze, dále v Plzni, Brně, Ostravě a v  
Rusku**

City Court bude kancelářská budova, navržená k pronájmu či prodeji jednomu uživateli (kupci) nebo více nájemcům. Existuje také alternativní využití parcely pod názvem City Parkview. Dokončení projektu je stanoveno na polovinu roku 2009, s podílem vlastních a cizích zdrojů 25/75 %.

Projekt City Deco je zamýšlen jako multifunkční budova s kanceláři, odpočinkovým zařízením Meridian Spa (podařilo se dohodnout nájemní smlouvu na 5 865 m<sup>2</sup> s dvěma opcemi po pěti letech), obchodními prostory, pronajimatelným skladem a parkovacími místy. Projekt by se mohl také stát prostorem pro expanzi pro některého z nájemců kanceláří v City Empiria. Financování projektu, jež má být dokončen na závěr roku 2008, má být provedeno z 30 % vlastním kapitálem a 70 % dluhem.

City Element je projektem kancelářské budovy, navržené jako sídlo velké finanční instituce. Již se také podařilo uzavřít dohodu s pojišťovnou Generali, která se do budovy nastěhuje na počátku roku 2009. Stavební práce mají být započaty ve třetím čtvrtletí roku 2007. V případě zájmu Generali o City Deco mohou být tyto dvě budovy propojeny. Financování projektu by mělo být 20 % vlastním kapitálem a 80 % dluhem.

City Epoque Hotel je projektem čtyřhvězdičkového hotelu s přibližně 330 pokoji a konferenčním zařízením. Hotel by měl být provozován pod značkou „Four Points by Sheraton“ společností Starwood Hotel Corporation. Financování má být zajištěno vlastním a cizím kapitálem v poměru 25/75 %. Jeho dokončení se plánuje na první kvartál roku 2009.

City Epoque Residence bude luxusní residenční budovou, která by měla být zároveň nejvyšším obytným domem v ČR. Projekt počítá se 153 apartmány a 280 parkovacími místy. Již koncem roku 2006 asi 60 % apartmánů podléhalo rezervačním smlouvám, přičemž budoucí kupci by měli zaplatit v průměru 3 468 eur/m<sup>2</sup>. Projekt bude financován z 15 % vlastním kapitálem a 85 % dluhem. Dokončení projektu je stanoveno na první kvartál roku 2009 (i když je možné jeho opoždění z důvodů protestů proti této stavbě).

Další projekty vyjma komplexu CITY jsou situovány jak v Praze, tak i v dalších městech České republiky a Rusku. Jedná se o projekty residenční, hotelové, maloobchodní i kancelářské.

Nové byty Letňany nebo také Letňany Residence je projekt situovaný v Praze 8, poblíž metra. Sestává se z 62 apartmánů v bytovém domě, které jsou nyní ve fázi developmentu. Dokončení je plánováno na druhý kvartál roku 2008.

Unhošť Residence je projektem nacházejícím se zhruba 30 km od centra Prahy, poblíž chráněné oblasti Křivoklátsko. Projekt má nabídnout 104 moderních rodinných domů. ECM získala potřebná povolení, marketingová fáze k projektu by tak měla započít na jaře 2007. S dokončením se počítá na třetí kvartál 2008. Polovina projektu patří CPI. Projekt je financován vlastními zdroji.

Europort je hotelový, maloobchodní projekt s parkovacími místy situovaný na letišti v Ruzyni. Projekt je těsně před dokončením (leden 2007). Hotel bude provozován pod značkou „Courtyard by Marriott“ společností Marriott Hotel Corporation. Europort byl předem prodán firmě CA Immo AG, smlouva vstoupí v platnost po dokončení. Projekt byl financován 7 % vlastním kapitálem a 93 % dluhem.

Diplomat Center zahrnuje hotelové a kancelářské aktivity. Je dokončení je naplánováno na květen 2007. Jedná se o multifunkční budovu, zahrnující hotel s až 195 pokoji, který bude provozován společností Marriott Hotel Corporation pod značkou „Courtyard by Marriott“. Dále se zde nacházejí kancelářské a obchodní prostory, konferenční hala a restaurace. Projekt byl dopředu prodán společnosti CA Immo AG. Projekt je součástí joint venture s CPI, která vlastní 50 % a byl financován vlastním kapitálem a půjčkou od Raiffeisenbank ve výši 13,5 milionu euro.

Projekt Palace Center Ostrava zahrnující development nově stavěného hotelu, obchodů a kanceláří začal získáním opce na nákup budovy určené k demolici v centru Ostravy. Hotový hotel má nabídnout 183 pokojů, provozován bude pod značkou „Courtyard by Marriott“ společností Marriott Hotel Corporation. Část budovy je památkově chráněna, s demolicí tedy musí souhlasit Ministerstvo kultury. Pravděpodobná struktura zdrojů financování je 75 % vlastním kapitálem a 25 % dluhem. Projekt s plánovaným dokončením bude nabídnut CPI, která by tak získala 50 % podíl.

Novinkou loňského roku bylo vytvoření investičního portfolia

Aktivita doplňují služby správy budov

Varenská Office Center nebo spíše Ostravanům dobře známý Dům vodohospodářů se skládá ze dvou budov. Výšková budova je předmětem předběžné pětileté nájemní smlouvy se společností podnikající v oblasti informačních technologií. Menší budova byla pronajata na 20 let společností SMVaK. ECM získala projekt v roce 2006, má v něm 50 % podíl, stejně jako CPI. V současnosti je projekt ve fázi developmentu s plánovaným dokončením na první čtvrtletí roku 2007. Financování je zajištěno 25 % vlastními zdroji a 75 % dluhem.

V rámci projektu Březnická Retail Center ve Zlíně nabídlo ECM městu Zlín vybudování moderního obchodního a zábavního centra uprostřed města. Dokončení projektu je plánováno na rok 2008. Projekt je prozatím v počáteční fázi. Nabídnut bude v souladu s dohodou společnosti CPI, která by se na něm pak podílela 50 %. O zdrojích financování bude rozhodnuto po udělení potřebných povolení.

Projekt Ryazan Shopping Center se týká výstavby obchodního centra v Rjazani, asi 200 km od Moskvy, které má nabídnout cca 57 000 m<sup>2</sup> plochy. Development bude proveden v joint venture s ECE Hamburg, která bude mít podíl 50 %. Povolení ke stavbě by mohlo být získáno v druhém čtvrtletí roku 2007, stavba by měla být dokončena v posledním čtvrtletí následujícího roku.

## Investiční portfolio

Společnost se v roce 2006 rozhodla změnit svůj podnikatelský profil z čistě developerského a drží nyní některé projekty pro investiční účely. Tyto projekty k 30. září 2006 tvořily asi 12 % celkového portfolia, měřeno podle pronajimatelné plochy. Současným plánem firmy je navýšit podíl investičního portfolia na zhruba 15 – 20 % vyjádřeno v hodnotě aktiv. Většinu budov zahrnutých do investičního portfolia tvoří stavby v rámci projektu CITY.

City Empiria je druhou nejvyšší kancelářskou budovou v ČR. Budovu a přilehlý pozemek společnost získala v roce 2001, v roce 2004 ji prodala a o dva roky později opětovně zakoupila do nově vzniklého investičního portfolia. Projekt byl financován vlastními zdroji a dluhem v poměru 20/80 %.

City Point je nově postavenou kancelářskou budovou, již ECM prodala rakouské firmě European City Estates A.G.. budova byla následně odkoupena zpět v transakci zahrnující i City Empiria, s tou jí pojí i struktura zdrojů financování, tedy podíl 20/80 % vlastního a cizího kapitálu. Společnost by údajně zvažila prodej budovy, pokud by jí byla nabídnuta zajímavá cena.

City Forum je moderním konferenčním centrem, dokončeným na jaře roku 2006. Projekt by měl prosperovat díky budoucí koncentraci kancelářských budov v Praze 4. Projekt byl financován 25 % vlastním kapitálem a ze 75 % dluhem.

City Empiria IV je existující budova, kterou ECM hodlá přestavět. Na developmentu se ECM bude podílet 50 %, zbylý podíl připadne společnosti Corinthia Group. Současný podíl ECM je polovina půdy a 67 parkovacích míst.

ECM vyhrála soukromý tendr na akvizici ústředí CCS (nyní tedy projekt CCS HQ Building) a pořídila tuto budovu za 9,18 milionů euro v listopadu 2006. Projekt je financován 1,9 miliony euro vlastního kapitálu, zbytek připadá na dluh.

## Facility management

Facility managementu se v rámci skupiny ECM věnuje od roku 2002 firma ECM Facility. Její výsledky jsou konsolidovány s výsledky ECM Group poprvé v roce 2006. ECM Facility poskytuje služby správy budov sedmi projektům skupiny ECM a dvanácti dalším (ke dni vydání publikace Offering Circular), patřícím třetím firmám. Do budoucna plánuje ECM tyto aktivity rozšířit. Služby jsou poskytovány administrativním centrům, nemocnicím, sportovním halám či hotelům, v současnosti se jedná mimo jiné o zakázku v pražské Sazka Aréně, o tzv. Bařův mrakodrap ve Zlíně (další rozjednané projekty v regionu) či o práci pro Stavby silnic a železnic a.s. (zde celkem 57 budov).

Společnost ECM působí na dvou trzích, které v současnosti poměrně rychle rostou

## Tržní prostředí

### Ekonomické podmínky v ČR a Rusku

Česká republika v posledních letech zažívá období poměrně rychlého růstu, který by měl i přes jisté zpomalení pokračovat i nadále. Zvláště roky 2005 a 2006 byly pro ČR úspěšné, kdy se růst ekonomiky pohyboval kolem 6 %. V roce 2007 a dalších dvou letech by pak mělo české hospodářství růst podle Ministerstva financí kolem 5 % ročně, měl by tedy i nadále vykazovat nadprůměrné výsledky. Např. OECD počítá s mírně nižšími úrovněmi, ovšem ne menšími než 4,5 %. S podobně rychlým růstem bývají často spojeny inflační tlaky. V případě ČR se ale daří držet inflaci na uzdě, ta tak nepředstavuje vážnější problém.

Rusko je v současné době rychle rostoucí ekonomikou výrazně profitující s vysokých cen ropy, které svůj vrchol zažily v uplynulém roce. Růst ruské ekonomiky má i nadále pokračovat, ta se ovšem v současnosti pohybuje na pouhých 82 % úrovni z roku 1990. Na rozdíl od České republiky se Rusko potýká s výrazně vyšší inflací, s níž jsou spojeny také vysoké úrokové sazby. Podle ekonomických plánů prezidenta Putina má inflace v letech 2008 – 2009 poklesnout do rozmezí 4 – 5 %, podle OECD ovšem ani roce 2008 nepoklesne pod 7 %. V roce 2006 se přitom poprvé od rozpadu SSSR dostala pod 10 %.

**Tab č. 1: Makroekonomická data ČR a Ruska**

Růst HDP (%)	2005	2006e	2007f	2008f
ČR	6,1	6,2	4,8	4,6
Rusko	6,4	6,8	6,0	5,5
CPI (%)	2005	2006e	2007f	2008f
ČR	1,9	2,8	3,4	3,1
Rusko	10,9	9,0	8,5	7,2

Zdroj: OECD

### Trh s nemovitostmi v ČR

Trh s nemovitostmi v České republice je třeba rozdělit na hlavní město Prahu a zbytek republiky. Praha si před ostatními městy drží značný náskok, ovšem i jiná větší města v zemi, jako je Brno, Ostrava či Plzeň postupně nabývají na atraktivitě. Praha prozatím kontroluje jednoznačné prvenství v oblasti kancelářských budov. Podle poradenských společností působících v oblasti realit (CB Richard Ellis, King Sturge, DTZ) činila plocha moderních kancelářských prostor v Praze na konci roku 2006 zhruba 1,95 milionu čtverečních metrů. Za tento rok bylo také postaveno kolem 160 tisíc čtverečních metrů nových kanceláří (o rok dříve 144 tisíc metrů, od roku 2002 v průměru 170 tisíc čtverečních metrů). Obsazeno jich bylo ale téměř o polovinu více – 230 tisíc čtverečních metrů (CB Richard Ellis). Tento fakt způsobil, že pokleslo množství volných prostor. Na konci roku 2006 tak bylo v Praze asi 8,9 % volných kanceláří, přičemž o rok dříve to bylo 12,5 % a v roce 2004 dokonce 15 %. S růstem trhu, který se letos očekává na cca 180 tisíc čtverečních metrů (podle DTZ až 226 tisíc metrů nových kanceláří), klesá výnosnost. Ta se donedávna pohybovala kolem 7 %, nyní se již objevují hodnoty i pod 6 %, Praha se tak v tomto ohledu blíží západoevropskému průměru. Na druhou stranu v Praze existují místa s nedostatečným množstvím kanceláří i s nedostatkem prostoru pro jejich vybudování. Zde pak dochází k mírnému nárůstu nájmu. Stále více tak záleží, na kterém místě Prahy se kanceláře nacházejí. Na okraji města je možné pronajmout kancelář za 12 euro za čtvereční metr na měsíc, v centru se ceny mohou pohybovat kolem 19 euro za metr a měsíc. Za atraktivní jsou považovány např. městské části Praha 1, 4, 5.

Trhy s kancelářemi mimo Prahu je ve srovnání s hlavním městem málo rozvinuté. Nicméně větší česká města si získávají stále více pozornosti s tím, jak postupně roste jejich atraktivita. Pro řadu zahraničních společností je výhodnost polohy těchto měst ve středu Evropy srovnatelná s polohou Prahy, nezáleží tedy příliš na tom, v kterém městě se jejich kanceláře nacházejí. Ve prospěch těchto měst pak mluví nižší nájem, dostupnější a levnější pracovní síla. Druhý největší trh s kancelářemi v ČR představuje Brno, zde se ale stále nachází jen zlomek prostor v Praze. Nejvyšší nájem v roce 2005 činily cca 14 euro za metr čtvereční.

V ČR se trh s nemovitostmi dělí na Prahu a zbytek republiky, ten se nyní hlásí o slovo

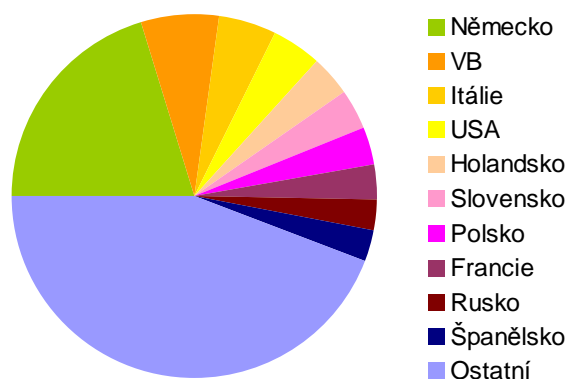
**Obchodních prostor je nejvíce v Praze...**

**... stejně jako hotelů, které těží z atraktivity historického města**

Pokud jde o maloobchodní trh v České republice, zde opět vede Praha. Ta byla pro většinu zahraničních řetězců a firem startovacím bodem v zemi, kde nejprve hledaly prostory pro své obchody v atraktivních lokalitách, jako je okolí Václavského náměstí, postupně se přesunovaly do nákupních center na okraji města a následně i do dalších měst v ČR. Praha zůstává pro zahraniční firmy atraktivní i nadále, nájem v nejzajímavějších lokalitách tak mohou dosáhnout i 180 euro za metr čtvereční za měsíc (rok 2005) a nadále rostou. Jen v roce 2005 bylo v Praze otevřeno asi 112 tisíc čtverečních metrů nákupních center (podle CB Richard Ellis).

Praha také představuje nejzajímavější místo pro hotelový segment. Město je velmi atraktivní pro miliony zahraničních návštěvníků, kteří jej ročně navštíví a jejichž počet i nadále roste. Její návštěvnost je nesrovnatelná s ostatními místy v republice, ta nicméně postupně hledají své místo na slunci a i jejich návštěvnost roste (Karlovy Vary, Krkonoše, Šumava atd.). Hotelové segmentu v Praze také nahrává její obliba jako místa k pořádání kongresů. Celkem loni ČR navštívilo 8,2 miliony zahraničních turistů, mezi nimiž bylo nejvíce Němců, následovali Britové, Italové a Američani.

**Graf č. 3: Zahraniční návštěvníci v ČR v roce 2006**



Zdroj: ČSÚ

## Trh nemovitostí v Rusku

Trh s nemovitostmi v Rusku, především pak v Moskvě profituje z rychlého hospodářského růstu posledních let, který je tažen především vysokými cenami. Současný rozvoj také láká do země stále více nových zahraničních investorů. Realitní trh v Moskvě, zaměříme-li se na kancelářské budovy, byl v roce 2006 charakteristický vysokou poptávkou, nedostatečnou nabídkou, nízkými úrovněmi volných prostor a rostoucími nájemmi. V prvním čtvrtletí bylo prostor třídy A volných jen 2 %, průměrné roční nájemné dosáhlo 650 euro za metr čtvereční. To bylo v polovině roku již 700 euro za metr čtvereční a ve třetím čtvrtletí dokonce 750 euro za metr čtvereční na rok. Podíl volných prostor u kanceláří A zůstal na 2 %, u kanceláří třídy B pak byl kolem 5 %, kde byl tedy zaznamenán pokles z 6 % na počátku roku.

Maloobchodních prostor v Moskvě utěšeně přibývá. Na konci roku 2005 byla jejich plocha odhadována na 3 miliony metrů čtverečních, s předpokladem, že během roku 2006 má přibýt další milion. Výnosy se v polovině roku pohybovaly mezi 10 a 12 %, na konec roku 2006 byly výnosy odhadnuty na 10,5 %, na rok 2007 pak 9,7 %. Standardní doba pronájmu maloobchodních prostor v Moskvě je 3 až 5 let, s pevným nájmem v eurech či dolarech placeným předem. Nově se objevuje nájemné vázané na obrát obchodu (podle CBRE Noble Gibbons). Postupně se také otevírají nákupní centra v dalších ruských městech. V roce 2006 to byl např. St. Petěrburk, Omsk, Jaroslavl, Omsk či Krasnodar.

**Rusko se nadechlo k hospodářskému růstu, který láká zahraniční investory. Ti požadují odpovídající standardy všech druhů výstavby.**

Trh s nemovitostmi, zvláště byty je citlivý na úrokové sazby, ty vzhledem k značnému podílu cizích zdrojů mají vliv i na náklady

## Rizika

### Úrokové riziko

Změny úrokových měr představují pro realitní společnost riziko z několika důvodů. Především proto, že většina projektů bývá financována především dluhem. V případě ECM jsou úroky placené ze stávajících úvěrů zpravidla stanoveny jako součet míry EURIBOR a určité přírážky. Růst EURIBORu tak tyto úvěry prodražuje. S tímto jevem se můžeme setkat od konce roku 2005, kdy začal EURIBOR růst a nyní se pohybuje na úrovních z konce roku 2001. Dalším problémem především pro společnost, pokud by se zaměřovala na výstavbu a prodej bytových domů může být zdražování hypoték způsobené růstem úrokových sazeb. K řízení úrokového rizika společnost používá deriváty, jako jsou úrokové swapy.

Graf č. 4: Vývoj EURIBOR 3M od počátku roku 2000



Zdroj: Bloomberg

Výhodnost použití cizího kapitálu k financování investic závisí na absolutní výši úrokových sazeb a poměru vlastního a cizího kapitálu v projektu. Tyto vlivy se odrážejí v ROE projektu (společnosti) a v jeho (její) NAV. Např. je-li hrubý výnos projektu 6 %, po očištění od administrativních a jiných nákladů 5,5 %, je použití kapitálu výhodné, zůstane-li placený úrok pod 5,5 %. Použije-li společnost k financování projektu jen vlastní kapitál, bude jeho výnos 5,5 %, použije-li ale pro financování vlastní kapitál z 25 % a dluh ze 75 % a platí-li efektivní sazbu z dluhu ve výši 4 %, vzroste pak rentabilita vlastního kapitálu na 10 %. Zde je zapojení dluhu výhodné. Bude-li ale efektivní sazba dluhu 6 % (podíly zdrojů financování zůstanou stejné), rentabilita vlastního kapitálu pak klesne na 4 %, v této situaci bude tak velké zapojení cizích zdrojů nevýhodné. Ve skutečnosti je situace pochopitelně poněkud složitější, svůj vliv hrají daně a další faktory, princip je ale v zásadě stejný.

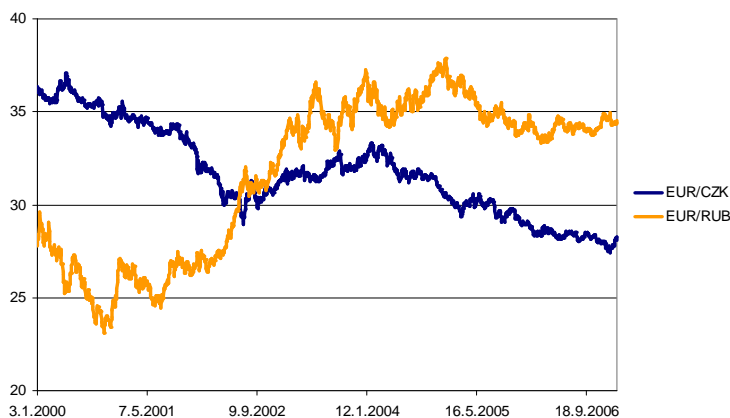
### Měnové riziko

Vzhledem k tomu, že společnost působí mezinárodně, je vystavena rizikům spojeným s několika měnami. Měnou, v níž reportuje své hospodářské výsledky je euro, nicméně většina operací na území ČR probíhá v korunách. Vzhledem k očekávanému budoucímu působení v Rusku vyvstává také riziko plynoucí ze změn kurzu rublu, popř. amerického dolaru, neboť tyto dvě měny se budou nejméně podílet na transakcích prováděných v této zemi. K řízení tohoto rizika společnost využívá deriváty, jako jsou FRA.

Společnost reportuje své výsledky v euru, většina aktivit je ovšem prováděna v jiných měnách



Graf č. 5: Vývoj kurzů koruny a rublu k euru



Zdroj: Bloomberg

I daně hrají svou roli, např. očekává-li se růst sazby DPH jako nyní v ČR u bytové výstavby

Výškové stavby v historickém městě vyvolávají vášně

U starších budov hrozí zamoření např. azbestem, znečištěny mohou být i kupované pozemky

## Daňové riziko

Stavební společnost může postihnout plánovaná změna daně z přidané hodnoty u bytové výstavby ze snížené sazby ve výši 5 % na základní, která je 19 %. Tato změna je stanovena na 1. ledna 2008. Vzhledem ke stávající definici sociálního bydlení, které pokrývá zhruba 97 % všech stavěných domů a bytů by ovšem neměl být vliv této úpravy na stavební sektor významný, výrazněji by se neměl dotknout ani samotné ECM. Dalším vlivem v rámci daňového rizika mohou být případné změny u daně z příjmů.

## Rizika byrokratická, veřejného mínění

K dalšími rizikům patří rizika spojená s jednotlivými projekty. Těmi mohou být byrokratické obstrukce způsobující zpoždění při získávání různých povolení (stavební, povolení nutná v případě památkově chráněných budov apod.). Tato povolení nemusí společnost v nejhorším případě získat vůbec. Problematicky mohou být chápány např. výškové stavby narušující panorama historického města jako je Praha, jež mohou vzbudit nevoli památkové péče, občanských či jiných zájmových skupin.

## Riziko lokality

Rizikovou také může být lokalita, v níž má projekt vzniknout. Jeví-li se jako zajímavá na počátku projektu, nemusí být takovou na jeho konci. Během výstavby se mohou změnit místní podmínky, např. mohou být postaveny v okolí další budovy k pronájmu (prodej), což sníží schopnost společnosti svůj projekt pronajmout (prodat), takový růst nabídky na místním trhu se pak projevuje na hodnotě firemního portfolia.

## Rizika spojená s životním prostředím

I přes předchozí přezkoumání stavu nemovitosti může společnost zakoupit pozemek chemicky či jinak znečištěný, nebo budovu obsahující materiály dříve používané, ale dnes již odporující zákonům o ochraně životního prostředí (zdraví), jako je např. azbest. Odstranění těchto zátěží pak podstatným způsobem navyšuje náklady projektu a oddaluje jeho dokončení. Toto riziko se ve větší míře objevuje v zemích s horší evidencí nemovitostí a jejich projektovou dokumentací a v zemích, kde vztah k ochraně životního prostředí a veřejného zdraví není zcela vyjasněný (Rusko).

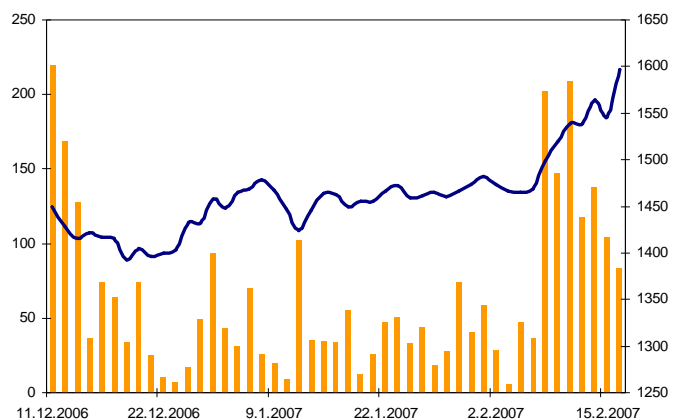
## Specifické riziko portfolia

Značná část portfolia společnosti ECM je situována v jedné lokalitě. Jde o projekt CITY na pražské Pankráci, v rámci nějž společnost některé budovy vlastní a drží ve svém investičním portfoliu, jiné buduje pro budoucí kupce (náměnce) a některé se nacházejí teprve v projektové fázi. Tato koncentrace do jisté míry umocňuje výše zmíněné riziko lokality (možný negativní vývoj na trhu s nemovitostmi v Praze nebo na jen Pankráci), některé budovy také vzbuzují odpor občanských sdružení (výškové stavby City Empiria, Tower, Epoque), které je považují za stavby narušující panorama památkově chráněného města (riziko veřejného mínění). To riziko se aktuálně projevilo 13. 2. 2007, kdy byla pozastavena příprava stavby projektů City Epoque. Na tomto pozastavení mají podíl občanská sdružení, která podpořil Národní památkový ústav (ten se stavbou v roce 2005 souhlasil) i přesto, že v lednu firma získala povolení od pražského magistrátu.

## Informace o cenném papíru

Společnost ECM vstoupila na pražskou burzu v prosinci 2006. Její akcie prozatím nejsou součástí indexu PX, ovšem očekáváme zařazení do něj při nejbližší aktualizaci (aktuální báze indexu PX je platná do 16. 3. 2007). Prozatím je emise zařazena do širšího indexu PX-GLOB, s platností od 12. 12. 2006, o den dříve bylo zahájeno standardní obchodování s emisí. V rámci emise je obchodováno 3 862 500 kusů akcií. Při IPO bylo nově vydáno a nabídnuto 1 275 000 kusů akcií, s možným navýšením o 127 500 kusů (tato možnost byla využita v polovině ledna 2007) a 315 030 kusů akcií stávajících. Podle prohlášení Milana Janků z poloviny ledna 2007 firma neuvažuje o vydání nových akcií během následujících 18 měsíců.

**Graf č. 6: Objemy obchodů (mil. CZK, levá osa) a kurz akcie (CZK, pravá osa)**



Zdroj: BCPP graf neobsahuje první 2 dny po IPO kvůli jejich neporovnatelným objemům

Vzhledem k velikosti emise patří ECM k akciím s nejnižšími denními objemy mezi tituly zařazenými do SPADu. Vstup na burzu byl sice impozantní, první den obchodování převýšil objem jednu miliardu korun, druhý den byl objem kolem šesti set milionů (tyto dva dny nejsou zahrnuty do grafu, neboť příliš mění měřítko a snižují jeho vypovídací schopnost). Po euforickém prvním týdnu se obchodování ustálilo, objemy se od té doby vesměs pohybovaly pod sto miliony (většinou však pod padesáti miliony) korun, i když v posledních dvou týdnech se zájem investorů o společnost zvedl, což se na objemech obchodování zřetelně projevilo.

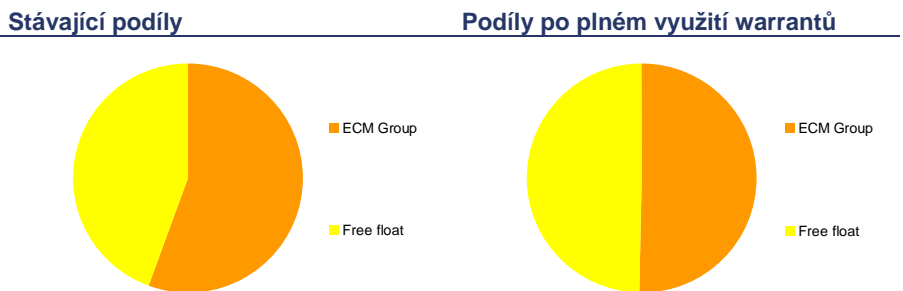
Firma kromě akcií také vydala warranty spojené s dluhopisy. Poprvé 31. července 2006 vydala 97 710 kusů dluhopisů (1 390 650 kusů warrantů) a podruhé 10. srpna následovalo dalších 22 502 kusů dluhopisů (337 530 kusů warrantů). Každý z těchto warrantů je vyměnitelný za jednu akcii, pokud tedy bude tato možnost plně využita, společnost vydá 1 728 180 nových akcií (ty by představovaly 30,91 % z celkového počtu 5 590 680 kusů akcií). Free float by se v tomto případě zvýšil ze současných 44,47 % (zbývající podíl akcií drží ECM Group, jejímž 100 % akcionářem je Milan Janků, ten je zároveň generálním ředitelem) na 49,67 %. Datum splatnosti warrantů je stanoveno na 22. 7. 2011.

V loňském roce firma vydala při vstupu na burzu nové akcie

Emise patří na burze k těm menším, objemy se pohybují v řádu milionů

Kromě akcií se obchodují také warranty

**Graf č. 7: Podíly akcionářů stávající a po případném plném využití warrantů**



Zdroj: ECM Offering Circular

Hlavní roli stále hraje development, na významu získá investiční portfolio a vše doplňuje facility management

## Tržby společnosti

Tržby společnosti se rekrutují především z jednorázových položek plynoucích z dokončení a prodeje jednotlivých projektů. Další položkou, jež by měla v budoucnu získávat na významu, jsou příjmy z pronájmu. Zde hraje roli vytvořené investiční portfolio. Do budoucna hodlá ECM také rozvíjet své aktivity v oblasti facility managementu (správa budov).

## Příjmy z prodaných projektů

Zaměříme-li se na dokončené projekty, jde z hlediska příjmů společnosti o jednorázové položky. U společnosti ECM jde o příjmy největší, vzhledem k jejímu zaměření na development. Předpokládáme, že většina projektů, kromě těch které jsou zahrnuty do investičního portfolia, skončí jejich prodejem. Problémem tohoto druhu příjmů je fakt, že se jejich výše v čase může výrazně měnit, tak jak budou či nebudou v jednotlivých letech dokončovány různé projekty. Pro rok 2006 počítáme v této oblasti s prodejem poloviny projektu Europort, který firma již oznámila. Tato transakce představovala příjem ve výši 3,5 milionů euro. Dokončení projektu bylo stanoveno na počátek roku 2007, očekáváme tedy, že se tato transakce projeví ve výsledcích za první čtvrtletí roku 2007 (ECM měla na projektu Europort podíl 49,5 %, očekáváme příjem ve výši cca 23 milionů euro).

V roce 2007 má být také dokončen projekt plzeňského hotelu Diplomat. Tento projekt byl stejně jako Europort předem prodán investorovi CA Immo. Dokončení je plánováno na druhé čtvrtletí roku, v této době tedy očekáváme i příjem z prodeje. Příjem ECM z tohoto projektu, vzhledem k tomu, že se na něm podílí rovným dílem spolu s CPI očekáváme tedy ve výši 16,1 milionů euro.

Dalším projektem určeným k prodeji je jedna z budov v komplexu CITY. Jde o projekt City Element, který bude postaven jako budoucí sídlo společnosti Generali Pojišťovna. S touto firmou byla podepsána dohoda, která předpokládá zahájení prací ve třetím čtvrtletí tohoto roku a dokončení projektu v prvním čtvrtletí roku 2009. Prodejní cenu očekáváme ve výši 21,1 milionů euro.

City Deco je projektem, o nějž projevila předběžný zájem společnost Generali Pojišťovna. Pro ni bude postavena vedlejší budova City Element, s níž bude City Deco propojeno. V modelu předpokládáme, že Generali zakoupí stavbu po jejím dokončení, které je plánováno na poslední čtvrtletí roku 2008. Příjem z prodeje by měl činit 38,8 milionů euro.

City Epoque Hotel bude výškovou stavbou nabízející čtyřhvězdičkový hotel s konferenčním zařízením. Dokončení stavby je plánováno na rok 2009. Zde předpokládáme také jeho prodej. Hotel bude provozován pod značkou Starwood Hotel Corporation. Podle ocenění tržní hodnoty projektu v okamžiku dokončení, provedeném expertní firmou, očekáváme příjem z prodeje ve výši 70,5 milionů euro.

Budova City Court je budovou, jejíž dokončení bylo stanoveno na konec tohoto roku. Stavba nabídne zhruba 18,7 tisíc metrů plochy. Prodejní cenu očekáváme zhruba ve výši 43,7 milionů euro.

**V roce 2006 bylo vytvořeno investiční portfolio, to se bude rozvíjet spolu s růstem firmy**

Projekt Březnická v Ostravě nabídne po svém dokončení v polovině roku 2009 zhruba 35 tisíc metrů čtverečních prodejní plochy a až 600 parkovacích míst. Příjem společnosti ECM z tohoto projektu očekáváme ve výši 37,2 milionů euro (za předpokladu 50 % podílu CPI).

Projekt Palace Center Ostrava má být dokončen v prvním čtvrtletí roku 2009, jde o stavbu hotelu s kancelářskými a obchodními prostory. Hotel nabídne 183 pokojů, zhruba 1,5 metrů kancelářských prostor a 5 tisíc metrů prostor maloobchodních. Prodejní cenu projektu s dokončením plánovaným na počátek roku 2009 odhadujeme na 19,8 milionů euro.

Nákupní centrum v ruské Rjazani by mělo být dokončeno ve třetím čtvrtletí roku 2008, půjde o první podobný projekt ve městě s 600 tisíci obyvateli, nebude tak tedy mít zpočátku konkurenci. Podle ocenění tržní ceny v okamžiku dokončení očekáváme příjem ve výši 57,6 milionů euro (ECM má v projektu podíl 50 % spolu s ECE Hamburg).

Další skupinou projektů, z jejichž prodeje budou společnosti plynout příjmy, jsou residenční projekty. Jedná se o projekt Terasy Unhošť, který bude dokončen postupně ve dvou fázích. V první fázi naplánované na konec roku 2007 bude dokončeno 55 bytů, v druhé fázi 49 bytů. Druhá fáze by měla být ukončena na konci roku 2008. Průměrný příjem z jednoho domu očekáváme ve výši cca 194 tisíc euro, společnost tak získá 5,34 milionů euro v první fázi projektu a 4,76 milionů ve fázi druhé (společnost je v projektu padesátí procentním podílníkem spolu s CPI).

Druhým residenčním projektem je projekt bytového domu s názvem Nové byty Letňany (Letňany Residence), tento projekt nabídne 62 bytů, dokončen má být ve třetím čtvrtletím roku 2008. Předpokládáme, že společnost by z prodeje všech bytů mohla získat zhruba 6,73 milionů euro.

Třetí residenční projekt by se měl nacházet v rámci areálu CITY. Půjde o projekt City Epoque, který by měl být nejvyšší obytnou stavbou v ČR. Aktuálně se společnost potýká se zpožděním tohoto projektu, který napadají některá občanská sdružení. Předpokládáme ale, že jde jen o formální záležitost, která dokončení projektu neohrozí, maximálně jej o určitou dobu odloží. V rámci budovy je nabízeno k prodeji 153 bytů a společnost si na nezájem rozhodně nemůže stěžovat. Již ke konci roku 2006 bylo předběžně rezervováno 60 % bytů s průměrnou cenou 3 468 euro za metr čtvereční. Vyjdeme-li z této ceny, celkový příjem společnosti by měl činit asi 57,6 milionů euro (celková plocha k prodeji je 16 614 metrů čtverečních).

## Příjmy z pronájmu

Druhým velkým zdrojem příjmů společnosti by do budoucna měly být příjmy z pronájmu. Firma v roce 2006 vytvořila investiční portfolio, které by se v příštích letech mělo ještě rozšířit a tvořit zhruba 15 - 20 % všech projektů firmy, vyjádřeno v hodnotě aktiv. Do budoucna předpokládáme postupný růst příjmů z pronájmu budov, v roce 2006 se částečně projeví především opětovné pořízení budov City Empiria i City Point, v dalších letech pak očekáváme opět rychlý růst spojený s dokončením dalších projektů (pronájem velké budovy City Tower).

Z hlediska pronajímáných prostor zaujímají největší podíl prostory kancelářské. V minulém roce společnost ECM např. koupila zpět budovy City Empiria a City Point, jež prodala v roce 2004. Výšková budova City Empiria nabízí přes 22 tisíc metrů čtverečních administrativních prostor, doplňkové prostory maloobchodní a skladové. Podle prospektu jsou nájemní smlouvy u této budovy uzavřeny v průměru na 6 let, ECM již dříve oznámila plné obsazení této budovy.

City Point je opět převážně administrativní budovou (cca 8 400 metrů čtverečních kancelářských prostor), opět s doplňkovými prostory maloobchodními a skladovacími. Stejně jako u předchozí budovy plynou další příjmy z pronájmu parkovacích míst, u City Point navíc také z telekomunikačního zařízení. Do investičního portfolio je zařazena i budova City Empiria IV. V tomto projektu má ECM podíl 50 %, v budově jsou pronajímána garážová stání. Další pronajímanou budovou v komplexu CITY je City Forum, stavba rekonstruovaná v roce 2005. Tato budova poskytuje služby pro osoby pracující či navštěvující komplex CITY. V rámci projektu je pronajímán konferenční sál, prostory stravovací, v malé míře maloobchodní a skladovací.

Správa budov doplňuje činnost ve vlastních budovách, vykonávána je i pro třetí strany

Pronajímána by měla být i budova City Tower, u té se původně předpokládal její prodej společností ECE European City Estates. K prodeji mělo dojít po dokončení projektu a dosažení požadovaného příjmu z pronájmu. Plánovaný prodej je zrušen (tato transakce je vázána na splátku dluhu 25 milionů euro související s City Empiria a Point v tomto roce). City Tower bude nejvyšší administrativní budovou v ČR, která nabídne přes 40 tisíc metrů kancelářských ploch, doplňkové plochy skladovací, obchodní a také téměř 800 parkovacích míst.

Zaměříme-li se na ceny pronájmu v této lokalitě, podle nabídkového materiálu společnosti CB Richard Ellis jsou nájem např. u budovy City Tower u kancelářských prostor stanoveny na 13 až 19 euro za metr čtvereční a měsíc (závisí na podlaží), u City Deco je to 14,2 euro. Maloobchodní prostory se v těchto budovách pronajímají za 16 – 18 euro za měsíc, parkovací stání pak za 110 euro měsíčně. V modelu pracujeme s podobnými hodnotami i u ostatních budov v komplexu CITY.

Nově pronajímaným projektem v Praze, tentokrát mimo pankrácké CITY, je ústředí společnosti CCS. ECM v loňském roce zvítězila v privátní soutěži na akvizici a zpětný pronájem budovy nabízející cca 5 tisíc čtverečních metrů kancelářských prostor. Dohoda mezi ECM a CCS byla podepsána 23. 11. 2006. CCS obsazuje 99,5 % budovy, nájemní smlouva byla stanovena na dobu 7 let.

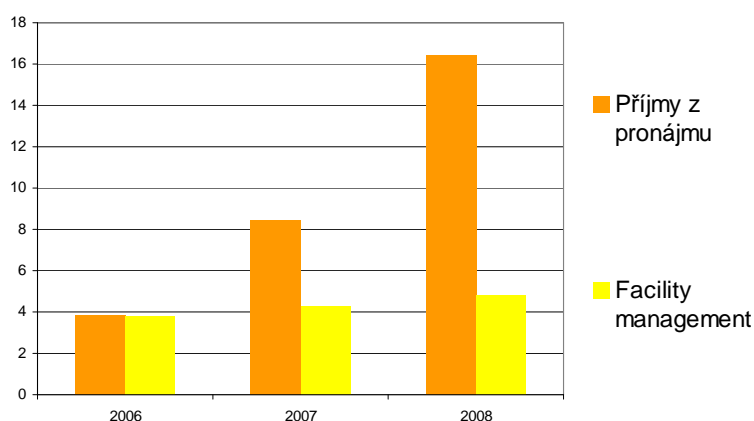
Z pronájmu bude ECM také těžit v mimopražských lokalitách, např. v Ostravě z Domu vodohospodářů, postaveného v roce 1970. Projekt firmou nazývaný Varenská Office Center se sestává ze dvou budov. Menší budovu si celou pronajímá společnost SMVaK. Nájemní smlouva byla podepsána na dobu 20 let a vyprší 31. 10. 2025. Po ní je plánována rekonstrukce budovy. Výšková budova projde během roku 2007 rekonstrukcí, po ní by se měl do budovy nastěhovat nájemce, mezinárodní společnost působící v oblasti informačních technologií, jež podepsala předběžnou smlouvu na 5 let.

Otázkou příjmů z pronájmů a prodeje projektů ve vzdálenější budoucnosti je fakt, že společnost se hodlá přizpůsobovat aktuálním příležitostem. Tedy, že je možný prodej projektu určeného k pronájmu, objeví-li se příležitost investovat do projektu s vyšším potenciálním ROA. Možnosti různého využití budov byly naznačeny např. u projektu City Point, který je společnost ochotna prodat, bude-li jí nabídnuta příhodná cena.

## Facility management

Jde-li o facility management, předpokládáme do budoucna rostoucí příjmy z tohoto druhu činnosti. Společnost poskytuje služby správy budov jak některým svým projektům (celkem sedmi, např. Varenská Office Center), tak i třetím osobám, zmiňme např. Sazka Arenu (od roku 2003), zakázku pro Stavby silnic a železnic (od roku 2005) či Bařův mrakodrap ve Zlíně. Tyto aktivity podle svých prohlášení hodlá rozšiřovat (probíhající jednání na Zlínsku). Pro rok 2006 očekáváme příjmy z facility managementu cca ve výši 3,78 milionů euro (o rok dříve byly příjmy z této činnosti 2,81 milionů euro, v roce 2004 pak 3,46 milionů euro), v následujících letech pak růst v průměru 10 % ročně. Ve srovnání s jinými druhy příjmů ale zůstane facility management relativně méně významnou činností.

Graf č. 8: Příjmy z nájmu a správy budov (v milionech EUR)



Zdroj: Cyrrus

**Přeceňování portfolia zajišťuje, že dlouhodobý majetek je v účetnictví vykazován v cenách odpovídající skutečnosti**

## Zisky z přecenění portfolia

Na výsledcích společnosti se kromě peněžních příjmů, podílejí také výnosy z přecenění portfolia. Toto přecenění je prováděno, aby vykazování dlouhodobého majetku v účetnictví společnosti odpovídalo skutečnosti. V České republice i v celé střední východní Evropě dochází k poklesu výnosů z nemovitostí a jejich přibližování se úrovním západní Evropy (kde se pohybují na úrovni cca 5%). Efekt změn těchto výnosů je stejný jako v případě dluhopisů, tedy klesá-li výnos (investoři požadují nižší rizikovou prémii), roste cena nemovitosti a naopak. I kdyby k tomuto jevu nedocházelo, na tržní hodnotě majetku se projevuje třeba jen inflace (bez přecenění by byl dlouhodobý majetek vykázaný v historických cenách vlivem inflace podhodnocen a odpisy by nepostačovaly ani na prostou obnovu).

V ČR se pokles výnosů projevil především na pražském trhu, kde jsou nejnižší. Vyšší výnosy pak nabízejí regionální města, či projekty v Rusku (které je tedy také chápáno jako rizikovější), ale i zde pochopitelně dochází ke konvergenci k úrovni vyspělých států. Podle společnosti CB Richard Ellis byly hrubé výnosy na konci roku 2005 v případě kancelářských nemovitostí v ČR na úrovni 6,75 %, přičemž ještě o rok dříve to bylo o 1 p.b. více. V roce 2006 dále klesaly (podle nedávného vyjádření Milana Janků v některých případech až pod 6 %), do budoucna lze ještě další pokles očekávat.

Pro rok 2006 očekáváme zisk z přecenění portfolia ve výši 22,75 milionů euro, v roce 2007 pak mírný růst na 24,85 milionů euro. V roce 2008 pak opět jejich nárůst na 27,55 milionů euro. Na tomto růstu zisků z přecenění bude mít vliv pokračující pokles výnosů a také zvětšující se objem spravovaného/budovaného portfolia.

## Náklady společnosti

**U prodaných projektů je do nákladů účtována především zůstatková cena majetku**

Rozdělení nákladů klasického výrobního podniku a developera se poněkud liší. Značnou část nákladů, ovlivňující hospodářský výsledek, tvoří zůstatková cena prodaného projektu, u budov, které zůstávají v držení společnosti jsou to odpisy. Vzhledem k tomu, že projekty jsou z velké části financovány dluhem, představují významnou nákladovou položku také placené úroky.

Náklady na prodané projekty očekáváme v souladu s oceněním poskytnutým expertní společností King Sturge pro potřeby IPO. Tato společnost odhadla tržní hodnoty jednotlivých projektů v okamžiku jejich dokončení. Předpokládáme-li účetní ocenění metodou fair value, kdy tedy hodnota v účetnictví díky pravidelnému přeceňování odpovídá tržní ceně, je účtovaným nákladem (zůstatkovou cenou) projektu právě tato tržní cena. Tyto hodnoty uvádíme v tabulce číslo 3.

**Tab. č. 2: Tržní hodnota projektu v okamžiku jejich dokončení**

projekt	tržní hodnota v okamžiku dokončení (mil EUR)	podíl ECM na projektu (%)
Europort	48,38	49,5
Hotel Diplomat	28,58	50,0
City Element	18,72	100,0
City Deco	34,51	100,0
City Court	38,83	100,0
City Epoque Hotel	62,68	100,0
Palace Center Ostrava	35,15	50,0
Nákupní centrum Rjazaň	102,33	50,0
Březnická zlín	66,11	50,0

Zdroj: ECM, King Sturge

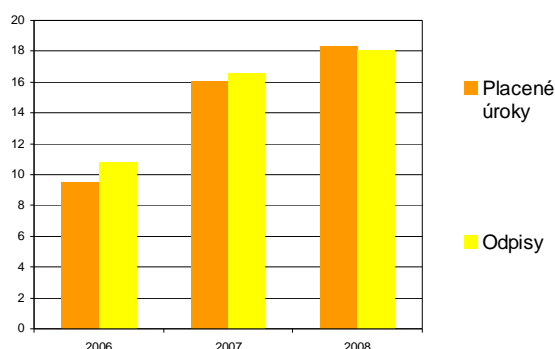
**S růstem aktivit a vzhledem k vytvoření investičního portfolia očekáváme růst odpisů**

Výši odpisů budou ovlivňovat především budovy držené dlouhodobě k pronájmu, tedy vytvořené investiční portfolio (společnost odpisuje majetek po dobu jeho odhadované doby životnosti, která je u budov 30 let). Do něj byly v roce 2006 zařazeny např. budovy City Empiria, City Point či ústředí CCS, pro rok 2006 tak předpokládáme ve srovnáním s předchozím rokem s růstem odpisů, který bude pokračovat i v dalších letech.

**Velké zapojení cizích zdrojů se v nákladech projevuje placenými úroky**

Podobný vývoj budou mít také placené úroky, vzhledem k tomu, že většina projektů je financována převážně dluhem (Empiria, Point i CCS cca z 80 %, u dalších projektů je struktura financování podobná). Pro konec roku 2006 očekáváme dlouhodobé cizí zdroje ve výši cca 188,5 milionů euro (pro srovnání na konci roku byly dlouhodobé cizí zdroje ve výši zhruba 73,9 milionů euro). Toto vyšší zapojení cizích zdrojů na financování společnosti s sebou přinese odpovídající růst placených úroků, který bude v příštích letech spolu s pokračováním projektů a zahájením dalších pokračovat.

**Graf č. 9: Odpisy a placené úroky (v milionech EUR)**



Zdroj: Cyrrus

**Ostatní druhy nákladů nejsou již tak významné, patří sem mzdy, náklady propagační, či náklady na různé používané služby**

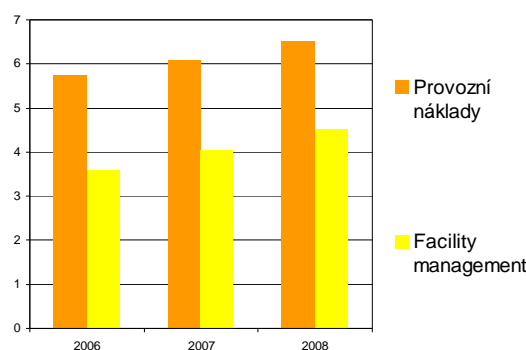
Náklady spojené s běžným provozem společnosti ECM ve výsledovce vykazuje v položce administrativní náklady. Zde jsou vykazovány náklady personální, materiálové, odpisy nehmotného majetku, náklady související s reklamními kampaněmi či různé služby, jež firma využívá (daňové poradenství, audit, právní služby).

Při projekci personálních nákladů vycházíme z počtu zaměstnanců společnosti, kterých bylo v polovině roku 2006 zaměstnáno v ECM 174 a také z údajů o příjmech managementu. Celkový roční příjem managementu činí 1,16 milionu euro, k čemuž může vedení získat bonusy až 682 tisíc euro (obě položky s ročním růstem 8 %). Všichni členové, kromě generálního ředitele Milana Janků, budou v letech 2007 až 2009 také účastni motivačního programu.

Pokud jde o další nákladové položky v této skupině, počítáme pro rok 2006 s jejich nárůstem. Především oblast auditorských, daňových a prvních služeb by měla díky přípravě na IPO vykazat růst (to se projevilo již ve výsledcích za prvních 9 měsíců). S dalšími přírůstky pak počítáme i v následujících letech, v průměru 6 % ročně.

S náklady je spojena pochopitelně i činnost facility managementu. Do budoucna předpokládáme zaostávání růstů nákladů za tržbami z facility managementu, především díky rozšíření aktivit správy budov pro třetí osoby. U vlastních budov plynou zisky především z pronájmu, aktivity facility managementu pak nemusí být u těchto budov prováděny na ryze ziskové bázi.

**Graf č. 10: Provozní náklady a náklady správy budov (v milionech EUR)**



Zdroj: Cyrrus

**V souladu s naznačeným způsobem financování u jednotlivých projektů předpokládáme i v dalších letech s převahou cizích zdrojů**

**Zisky developera se v čase mohou měnit, větší stabilitu očekáváme ve vývoji NAV**

**V oblasti nemovitostí si každá firma hledá svou vlastní cestu, zaměření a struktura portfolia se často liší**

## Financování

Struktura financování již byla naznačena v kapitole představující jednotlivé aktuální projekty firmy. Jednotlivé projekty jsou dluhem financovány v průměru z 75 % až 85 %, s několika výjimkami. Tento u podobné společnosti pochopitelný způsob financování vyžaduje zapojení značného množství kapitálu. Společnost v určité míře využívá i cizí zdroje s pevným úrokem (dluhopisy vydané v loňském roce spolu s warranty mají úrokovou sazbu 5 % p.a.), většina zdrojů je ovšem úročena variabilní úrokovou sazbou, zpravidla stanovenou jako součet sazby EURIBOR a přírážky. Jednotlivé půjčky bývají spojeny s jednotlivými projekty, např. půjčka od Raiffeisenbank ve výši 13,5 milionů euro na financování projektu Diplomat. Tato půjčka, splatná nejpozději 30. 9. 2019 je úročena sazbou EURIBOR a přírážkou k ní. Další je např. půjčka na financování projektů City Deco, Forum a Element od Bawag Bank ve výši 42 milionů euro, splatná v polovině roku 2023 (úvěr je rozdělen do několika tranší s různými úroky). Stejný rok splatnosti má i syndikovaný úvěr pro projekt City Tower (výše 71,5 milionů euro, úrok stanoven jako součet EURIBOR a marže). V druhé polovině roku 2006 byla také sjednána půjčka od Aareal Bank ve výši 82 milionů euro, pro projekty v komplexu CITY.

Splácení úvěrů v roce 2007 ovlivní splátka 25 milionů euro související s pořízením City Empiria a City Point. V tomto roce tak očekáváme odpovídající dopad na cash flow. Na přírůstku finančních prostředků se naopak projeví vstup na burzu v prosinci roku 2006 a získání kapitálu z nově vydaných akcií. Pozitivní vliv na cash flow tak očekáváme na konec roku 2006, v omezené míře, díky využití navýšení o 127 500 kusů akcií v lednu 2007, také v tomto roce.

Pro další roky očekáváme podobnou strukturu financování projektů jako u stávajících projektů, tedy zhruba 20 – 25 % vlastním kapitálem, a zbytek dluhy.

## Ziskovost, hodnota portfolia

Čistý zisk společnosti ECM pro rok 2006 očekáváme ve výši zhruba 18,1 milionů euro, na tomto zisku se výrazně projevuje kladný výsledek z finanční činnosti, který do budoucna nepředpokládáme. Proto očekáváme pro rok 2007 s poklesem zisku na 11,7 milionů euro, ovšem v dalším roce již návrat na hodnotu podobnou loňské (18,3 milionů euro) a o rok později další růst (23,2 milionů euro).

V čase stabilnější vývoj očekáváme u čisté hodnoty aktiv (NAV) portfolia. Tuto hodnotu počítáme jako součet vlastního jmění a zisků z přecenění. V podstatě jde o minimální současnou hodnotu společnosti. Výši NAV spravovaného portfolia na konci roku 2006 očekáváme ve výši 145,2 milionů euro, o rok později 165,1 a v roce 2008 186,2 milionů euro (roční růst se tak pohybuje kolem 13 – 14 %). NAV připadající na jednu akcii (v případě plného zředení akcií) pak je 25,98, 29,54 a 33,31 euro. V případě hodnoty portfolia tak očekáváme poměrně stabilní růst, který není na rozdíl od zisku natolik ovlivněn jednorázovými položkami. Společnost dle našeho názoru bude schopna úspěšně pokračovat ve svých stávajících projektech, i v budoucích, které prozatím naznačila. Tento fakt se pozitivně projeví na výsledcích firmy.

## Oborové srovnání

Pro srovnání se společností ECM byl vybrán její konkurent obchodovaný na pražské burze, společnost Orco, dále polský developer Globe Trade Center a rakouská společnost Meinl European Land.

Orco Property Group je společností založenou v roce 1991, obchodována je v Paříži, Praze, hodlá vstoupit na burzy v Budapešti a Varšavě. Svě aktivity rozděluje mezi řadu zemí regionu střední a východní Evropy, ale i např. do Německa. Ve srovnání s ECM jde o výrazně větší společnost, aktivní i v investování v hotelovém segmentu, je také manažerem nemovitostního fondu. Globe Trade Center patří mezi největší developerské společnosti ve střední a východní Evropě. Společnost existuje od roku 1994, na varšavské burze se obchoduje od roku 2004 (patří do báze indexu WIG20). Investuje především do kancelářských budov, obchodních center, zábavních center a residenčních projektů.



Podle P/E se jeví ECM podobně jako Orco

Dramaticky se neliší ani ukazatel P/BV

Společnost Meinl European Land byla založena v roce 1997. Obchodována je ve Vídni od roku 2002. Se společností ECM ji pojí zaměření na region CEE, nicméně Meinl European Land je společností, která se zabývá především investicemi do nemovitostí (navíc výhradně retailových), nikoli jejich developmentem (u ECM je prozatím stěžejní development, investiční činnost se teprve rozvíjí).

Ve srovnání s těmito společnostmi chápeme ECM jako rizikovější. ECM je mezi těmito společnostmi nejmenší firmou, výrazně se zaměřuje na development, který chápeme jako rizikovější ve srovnání s investicemi do nemovitostí. Na druhou stranu není tak jednostranně zaměřeno na jediný segment jako např. Meinl.

**Tab. č. 3: Porovnání P/E**

P/E	2006e	2007e	2008e
ECM	17,45	27,03	17,23
Orco	18,71	15,38	12,49
Globe Trade Center	10,92	21,20	12,63
Meinl European Land	21,26	18,21	10,84

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Při pohledu na ukazatel P/E je společnost ECM pro rok 2006 oceněna podobně jako její český konkurent Orco (ovšem při nižší rentabilitě), jeví se dražší ve srovnání s Globe Trade Center a o něco levnější ve srovnání s rakouskou Meinl European Land. Pro rok 2007 se ukazatele P/E společností ECM a GTC vykazují poměrně výrazný růst (o rok později opětovný pokles), ukazuje se, že zisky developerských firem nejsou v čase tak stabilní, jako v jiných odvětvích (je zde příliš mnoho jednorázových položek), u menších společností, jako je ECM se tento jev projevuje výrazněji, vlivem menšího počtu projektů.

**Tab. č. 4: Porovnání P/BV**

P/BV	2006e	2007e	2008e
ECM	2,58	2,25	1,99
Orco	2,18	1,71	1,69
Globe Trade Center	4,02	3,98	2,97
Meinl European Land	1,53	1,30	1,14

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Porovnáme-li ukazatel P/BV, který je u společností zabývajících se nemovitostmi zřejmě důležitější (blíží se NAV od níž se odlišuje o hodnotu zisků z přecenění), než ukazatel P/E ovlivněný momentální ziskovostí, jež může být pozitivně (negativně) dotčena dokončením (zpožděním) jednotlivých projektů, vidíme, že společnost je zpočátku oceněna nejbliže úrovní Orca. Během let dochází k poklesu ukazatele u všech společností ECM zůstává mírně dražší ve srovnání s Orcem, výrazněji porovnáme-li jej s Meinlem, nicméně zůstává levnější než polské GTC.

Pokud jde o dividendovou politiku, zde toho příliš ke srovnání není. Firmy podnikající ve stavebnictví rozhodně nepatří mezi tituly, které by tradičně vyplácely dividendy. Jedinou společností, ze zvolené skupiny firem, která dividendy vyplácí, je Orco. To v letošním roce vyplatí dividendu 1 euro na akcii, loni to bylo 80 centů.

**Tab. č. 5: Doplnující údaje**

	Tržní kapitalizace (mil. EUR)	2006e ROE (%)
ECM	208,85	14,77
Orco	1 094,44	29,48
Globe Trade Center	2 783,63	30,41
Meinl European Land	5 967,00	6,40

Zdroj: Bloomberg, Cyrrus

Při pohledu na tržní kapitalizaci je zjevné, že společnost ECM je ve srovnání se svými konkurenty výrazně menší firmou. Tento fakt je jasně patrný již při porovnání se společností Orco, jehož tržní kapitalizace je asi pětinasobná, zbylé dvě firmy jsou pak ještě výrazně větší. V případě rentability aktiv společnost ECM zaostává za svými konkurenty Orcem a GTC nicméně převyšuje rakouskou firmu Meinl European Land.

K ocenění je použit model FCFE

Největší položkou ovlivňující vnitřní hodnotu jsou značné investiční výdaje

## Model DCF

K ocenění akcie jsme použili model diskontovaných peněžních toků. Bezriziková sazba v modelu odpovídá výnosu do splatnosti českého státního dluhopisu s dobou splatnosti 15 let. Tato sazba je spolu s faktorem beta a rizikovou prémie pro český trh použita při výpočtu diskontního faktoru. Dlouhodobý růst reálného HDP mírně převyšuje hodnoty v západoevropských zemích, společnost se ovšem zaměřuje na Českou republiku a do budoucna i Rusku, kde lze očekávat poněkud rychlejší růst

**Tab. č. 6: Předpoklady modelu DCF**

Beta	1,0
Bezriziková sazba	4,13 %
Riziková prémie	5,70 %
Dlouhodobý růst reálného HDP	3,20 %
Dlouhodobý růst inflace	2,80 %
Diskontní faktor	8,69 %

Zdroj: Cyrrus

Na vnitřní hodnotu akcie má pozitivní vliv rostoucí zisk, který je v jednotlivých letech různě ovlivněn prodeji dokončených projektů. Ale i bez tohoto vlivu předpokládáme postupný mírný růst zisku, díky výnosů z pronájmu nemovitostí, v omezené míře také z facility managementu. Vzhledem k velkému podílu dlouhodobého majetku se na hodnotě akcie projevují i odpisy, zisky z přecenění a prodeje jednotlivých projektů. Tyto náklady (výnosy), které ovšem nepředstavují odpovídající peněžní tok jsou zahrnuty v položce úpravy o nefinanční operace. Významnou položkou cenu akcie snižující jsou investiční výdaje. Hodnotu akcie zvyšují i nově přijaté dluhy (které odpovídají cca 75 – 80 % investičních výdajů), použité při developmentu projektů. Negativně naopak na hodnotu akcie působí postupně narůstající splátky předchozích dluhů (viz např. rok 2007 v němž předpokládáme jednorázové splacení částky 25 milionů euro).

**Tab. č. 7: Model DCFE**

v EUR na akcii	2006e	2007f	2008f	2009f
Čistý zisk	3,24	2,10	3,28	4,14
Úpravy o nefinanční operace	1,23	8,32	11,68	8,19
Změna pracovního kapitálu	2,90	5,25	-3,83	6,53
Investiční výdaje	29,40	27,49	19,80	23,20
Splátky dluhu	2,15	7,65	3,90	4,80
Nový dluh	28,51	20,68	14,31	18,06
FCFE	4,33	1,20	1,75	8,92
Diskontované FCFE	4,33	1,12	1,50	7,04
Pokračující hodnota	77,31			
<b>NPV EUR</b>	<b>68,58</b>			
<b>NPV CZK</b>	<b>1 938,00</b>			

Zdroj: Cyrrus

Vnitřní hodnota akcie společnosti ECM určená pomocí modelu FCFE činí 68,58 EUR (nebo 1 938 CZK), což je při současném kurzu (1 597 CZK) o 21,35 % více. Kladně hodnotíme snahu společnosti proniknout na perspektivní ruský trh i přesun části aktivit do regionů České republiky, které mohou nabídnout vyšší výnosy než nasycený trh v Praze.

**Cenu stanovujeme na úroveň  
1 938 CZK a doporučujeme titul koupit**

## Investiční doporučení

Společnost ECM je developerskou firmou zaměřující se na development především kancelářských a maloobchodních budov. Zaměřuje se na Českou republiku, kde nově hledá potenciál v regionálních městech a nově také na Rusko, kde se nabízejí nemalé příležitosti. Spravuje či buduje kvalitní portfolio nemovitostí, které se nacházejí v tzv. prime lokalitách. V současnosti prochází fází rychlého růstu, očekáváme, že i hodnota portfolia společnosti bude postupně narůstat. Firma zapojuje při financování svých projektů značné množství cizího kapitálu, což je ovšem vzhledem k oblasti jejího podnikání pochopitelné, vyšší dluhy navíc pozitivně působí na ROE firmy a peněžní toky pro akcionáře. Na základě modelu diskontovaných peněžních toků, s přihlédnutím k oborovému srovnáním, příležitostem a rizikům doporučujeme v současnosti akcie společnosti ECM koupit s cílovou cenou 1 938 CZK.

## VÝHLED ZKRÁCENÝCH KONSOLIDOVANÝCH FINANČNÍCH VÝKAZŮ DLE IFRS

Rozvaha (mil. EUR)

	2006e		2007f		2008f	
<b>Nehmotná aktiva</b>						
Investiční majetek	217 920	62%	291 355	66%	303 981	58%
Pozemky, budovy, zařízení	15 506	4%	15 874	4%	15 616	3%
Nehmotný majetek	916	0%	1 110	0%	1 146	0%
Ostatní dlouhodobá aktiva	4 492	1%	5 166	1%	5 424	1%
<b>Oběžná aktiva</b>						
Zásoby	33 981	10%	35 136	8%	36 226	7%
Pohledávky	13 540	4%	15 063	3%	16 757	3%
Peněžní prostředky	65 371	19%	80 569	18%	144 400	28%
<b>Aktiva celkem</b>	<b>351 729</b>	<b>100%</b>	<b>444 275</b>	<b>100%</b>	<b>523 554</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>						
Základní kapitál	6 566	2%	6 783	2%	6 783	1%
Rezervy	57 778	16%	63 554	14%	63 554	12%
Zadržený zisk	56 678	16%	68 406	15%	86 734	17%
Menšinové podíly	1 357	0%	1 425	0%	1 497	0%
<b>Dlouhodobé cizí zdroje</b>		0%		0%		0%
Dlouhodobé cizí zdroje	188 550	54%	230 618	52%	309 842	59%
<b>Krátkodobé cizí zdroje</b>		0%		0%		0%
Závazky	27 995	8%	28 946	7%	29 844	6%
Provize	378	0%	834	0%	1 675	0%
Současná část dl. dluhu	12 006	3%	42 788	10%	21 789	4%
Ostatní cizí zdroje	417	0%	918	0%	1 834	0%
<b>Cizí zdroje celkem</b>	<b>351 729</b>	<b>100%</b>	<b>444 275</b>	<b>100%</b>	<b>523 554</b>	<b>100%</b>
<i>Zdroj Cyrrus</i>						

Výsledovka (tisíce EUR)

	2006e		2007f		2008f	
Tržby	31 325	100%	109 529	100%	139 456	100%
Čisté ostatní příjmy	3 321	11%	893	1%	1 707	1%
Provozní náklady	28 967	92%	89 338	82%	112 563	81%
<b>EBITDA</b>	<b>5 679</b>	<b>18%</b>	<b>21 084</b>	<b>19%</b>	<b>28 601</b>	<b>21%</b>
Přecenění aktiv	22 750	73%	24 854	23%	27 554	20%
Odpisy	10 802	34%	16 530	15%	18 027	13%
<b>EBIT</b>	<b>17 628</b>	<b>56%</b>	<b>29 409</b>	<b>27%</b>	<b>38 128</b>	<b>27%</b>
Finanční zisk/ztráta	6 180	20%	-13 966	-13%	-14 002	-10%
<b>EBT</b>	<b>23 808</b>	<b>76%</b>	<b>15 443</b>	<b>14%</b>	<b>24 126</b>	<b>17%</b>
Daň	5 714	18%	3 706	3%	5 790	4%
<b>Čistý zisk</b>	<b>18 094</b>	<b>58%</b>	<b>11 736</b>	<b>11%</b>	<b>18 336</b>	<b>13%</b>
<i>Zdroj Cyrrus</i>						

Výkaz cash-flow (tisíce EUR)

	2006e	2007f	2008f	2009f
Provozní cash flow	22 378	32 749	-12 578	21 955
Investiční cash flow	-143 217	-65 615	-2 816	76 419
Finanční cash flow	183 284	48 060	79 224	69 084
<b>Cash flow celkem</b>	<b>62 444</b>	<b>15 194</b>	<b>63 829</b>	<b>167 459</b>
<i>Zdroj: Cyrrus</i>				

## Analýzy

Jan Procházka	petrochemie, energetika, doprava	prochazka@cyrrus.cz
Marek Hatlapatka	Zahraniční trhy, energetika	hatlapatka@cyrrus.cz
Karel Potměšil	Nemovitosti, farmacie	potmesil@cyrrus.cz
Igor Pečta	Telekomunikace petrochemie	pecta@cyrrus.cz

## Trading & Sales

Michal Oplt	Brno	opt@cyrrus.cz
Petr Bánovský	Brno	banovsky@cyrrus.cz
Eduard Tesař	Brno	tesar@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz
Marek Šperlich	Praha	sperlich@cyrrus.cz
Marie Kolovratová	Praha	kolovratova@cyrrus.cz

## Portfolio management

Ondřej Svoboda	Brno	svoboda@cyrrus.cz
Aleš Honsa	Praha	honsa@cyrrus.cz

## Corporate finance

Tomáš Kuncický		kuncicky@cyrrus.cz
----------------	--	--------------------

Upozornění: Informace a investiční doporučení jsou výstupem společnosti CYRRUS, a.s., obchodníka s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. („BCCP“) a podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Informace nelze považovat za návrh na koupi a/nebo prodej jakéhokoliv investičního nebo jiného instrumentu nebo výzvy, podnětu nebo návrh na uzavření smlouvy. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena.

Standardně jsou investiční doporučení vydávána jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je v investičním doporučení výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů. Bližší informace k délce investičního horizontu investičních doporučení a stupňům investičních doporučení naleznete na <http://www.cyrrus.cz>.

Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Společnost není tvůrcem trhu na žádné emise, nicméně nevylučuje, že se v budoucnu může stát tvůrcem trhu kotující vybrané emise zařazené k obchodování na BCCP. Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Společnost má zájem o uzavírání smluvních vztahů s emitenty finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy a vnitřní kontrolu, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Bližší informace o společnosti, službách a analytické výstupy je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.