



STAV ÚVĚROVÉHO TRHU A INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ PODNIKU.

Diplomová práce

Studijní program: N6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T085 – Podniková ekonomika

Autor práce: **Bc. Luboš Novotný**

Vedoucí práce: prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.



ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Luboš Novotný**
Osobní číslo: **E11000319**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**
Název tématu: **Stav úvěrového trhu a investiční rozhodování podniku.**
Zadávající katedra: **Katedra ekonomie**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

1. Rešerše odborné literatury k problematice podnikových investic a dopadů stavu úvěrového trhu na investiční rozhodovací proces
2. Analýza vlivu politiky státu na stav úvěrového trhu
3. Analýza současného stavu úvěrového trhu a vyhodnocení dopadů na podnikové investiční rozhodování
4. Investiční rozhodovací proces z hlediska reálného podniku

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **65 normostran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

FOTR, J. a I. SOUČEK. Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3293-0.
JANÁČKOVÁ, S. Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa. 1. vyd. Praha: CEP, 2010. ISBN 978-808-6547-954.
JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-1653-4.
KISLINGEROVÁ, E. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
LEVY, H. Kapitálové investice a finanční rozhodování. 1. vyd. Praha: Grada, 1999. ISBN 80-716-9504-1.
MISES, L. The Theory of Money and Credit. 1st ed. Orlando: Signalman Pub, 2009. ISBN 978-144-2175-952.
PŮLPÁNOVÁ, S. Komerční bankovníctví v České republice. 1. vyd Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1180-1.
SYNEK, M. Manažerská ekonomika, 5. vyd. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3494-1.
Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz).

Vedoucí diplomové práce: **prof. Ing. Jiří Fárek, CSc.**

Katedra ekonomie

Konzultant diplomové práce: **Ing. Jan Mačí**

Katedra podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání diplomové práce: **31. října 2014**

Termín odevzdání diplomové práce: **7. května 2015**



doc. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
děkan



prof. Ing. Jiří Kraft, CSc.
vedoucí katedry

V Liberci dne 31. října 2014

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum: 7.1.2015

Podpis: Novák

Anotace

Předmětem diplomové práce „Stav úvěrového trhu a investiční rozhodování podniku“ je nalezení vhodného postupu a následné vyhodnocení konkrétního investičního záměru v rámci malé průmyslové firmy v českém prostředí. Cílem práce je analyzovat současný stav úvěrového trhu a specifikovat vlivy tohoto faktoru na investiční rozhodování podniku. Dalším cílem práce je pomoci podniku, v rámci něhož byla prováděna praktická část práce, učinit správné rozhodnutí o přijetí konkrétního investičního projektu. První část práce zdůrazňuje význam podnikového investování, ukazuje metody hodnocení a oceňování investic, přičemž shrnuje možnosti jejich financování. Druhá část práce spočívá v analýze současného stavu úvěrového trhu jakožto podkladu pro praktickou část práce. Ve třetí, praktické části práce, je uskutečněn investiční rozhodovací proces v rámci reálného českého bižuterního podniku. Závěry této práce budou sloužit jako výchozí podklad pro nastávající rozhodování managementu dané společnosti o projektu.

Klíčová slova

Investice, úvěr, podnik, úrok, rentabilita, investiční rozhodovací proces, diskontní míra

Annotation

The matter of the thesis: "Condition Of Credit Market and Company Investment Decisions" is to find an appropriate procedure and a subsequent evaluation of the specific investment project in the context of one smaller industrial firm in the Czech environment. The aim of the thesis is to analyze the current condition of the credit market and to specify the influence of this factor on the investment decisions of the enterprise. Another aim of the thesis is to help the company, under which was the practical part carried out, to make the right decision on the acceptance of a specific investment project. The first part emphasizes the importance of corporate investment, shows the evaluation methods and valuation of investments, and summarizes their funding. The second part consists in analysis of the current condition of the credit market, which is the basis for practical part. In the third, practical part of the work, the investment decision-making process within the real Czech jewelery company is carried out. The conclusions of this work will serve as a background for the upcoming management decisions of the company on the project.

Keywords

Investments, loan, business, interest, rentability, investment decision-making process, discount rate

Obsah

Úvod.....	13
1 Investiční činnost podniku.....	14
1.1 Investování.....	14
1.1.1 Rozdělení investic.....	14
1.1.2 Zájmy vlastníků a investování.....	15
1.1.3 Fáze investičního rozhodování.....	16
1.1.4 Vybrané externí faktory ovlivňující investiční rozhodování.....	18
1.2 Hodnocení a oceňování investic.....	21
1.2.1 Investiční hodnotící proces.....	21
1.2.2 Vyhodnocení rentability investice.....	30
1.2.3 Zhodnocení vlivu financování.....	35
1.3 Financování investic.....	35
1.3.1 Specifika využití cizího kapitálu.....	36
1.3.2 Optimální kapitálová struktura.....	36
1.3.3 Finanční páka.....	38
1.3.4 Formy financování.....	41
2 Analýza současného stavu úvěrového trhu.....	44
2.1 Stručný popis současného stavu úvěrového trhu.....	44
2.1.1 Aktuální politika centrálních bank.....	46
2.1.2 Vývoj úrokových sazeb.....	49
2.1.3 Bankovní statistika.....	51
2.1.4 Závěr kapitoly analyzující úvěrový trh.....	54
3 Investiční rozhodovací proces z hlediska reálného podniku.....	56
3.1 Popis společnosti.....	56
3.2 Investiční inspirace.....	59
3.3 Investiční záměr.....	60
3.3.1 Technické aspekty investice.....	61
3.3.2 Obchodní aspekty investice.....	63

3.3.3 Finanční aspekty investice.....	64
3.4 Stanovení očekávaného cashflow.....	65
3.4.1 Odvození alternativních variant vývoje.....	67
3.4.2 Shrnutí dopadů izolovaných pesimistických scénářů.....	70
3.4.3 Rizika a stinné stránky investice.....	71
3.4.4 Přínosy a příležitosti spojené s investicí.....	72
3.4.5 Vyčíslení rizika a rentability projektu.....	73
3.4.6 Financování projektu.....	76
3.4.7 Zohlednění faktoru financování v kalkulaci rentability projektu.....	79
3.5 Souhrnné hodnocení projektu vlastní tavby skla.....	80
Závěr.....	82
Seznam použité literatury.....	84
Seznam příloh.....	86

Seznam obrázků

Obr. 1: Průměrné vážené náklady kapitálu v závislosti na zadlužení v modelu WACC.....	37
Obr. 2: Relativní změna rozvahy po roce 2007.....	48
Obr. 3: Základní úrokové sazby CB před a po vypuknutí krize.....	48
Obr. 4: Vývoj tříměsíční sazby LIBOR.....	49
Obr. 5: Výnos korporátních dluhopisů podle ratingu.....	50
Obr. 6: Výnosy desetiletých státních dluhopisů.....	51
Obr. 7: Úvěry nefinančním podnikům podle časového hlediska.....	52
Obr. 8: Úvěry českým domácnostem.....	53
Obr. 9: Úvěry se selháním.....	53
Obr. 10: Produkce, prodeje a skladové zásoby ve středním scénáři.....	65
Obr. 11: Zobrazení očekávaného vývoje měsíčních cashflow ve středním scénáři.....	66
Obr. 12: Vývoj prodejů a skladových zásob v případě sníženého odbytu.....	68
Obr. 13: Vývoj měsíčního cashflow v případě sníženého odbytu.....	69
Obr. 14: Kapitálová náročnost při jednotlivých variantách vývoje.....	76

Seznam tabulek

Tabulka 1: Příklad kalkulace IRR v tabulkovém procesoru.....	33
Tabulka 2: Výnosnost vlastního kapitálu v závislosti na využití CK.....	38
Tabulka 3: Vybrané údaje z účetní rozvahy a výsledovky.....	59
Tabulka 4: Agregace vypočítaných údajů v ročním přehledu a výpočet cashflow.....	66
Tabulka 5: Výpočet nákladů vlastního kapitálu podle Maříkových.....	75
Tabulka 6: Čerpání úvěru a jeho splácení podle období.....	79

Seznam použitých zkratk

BoC	- Bank of Canada
BoE	- Bank of England
BoJ	- Bank of Japan
BRIC	- skupina zemí Brazílie, Ruska, Indie a Číny
CAPM (Capital Assets Pricing Model)	- model oceňování kapitálových aktiv
CF (Cash Flow)	- peněžní tok
CK	- cizí kapitál
ČBA	- Česká bankovní asociace
ČNB	- Česká národní banka
ČR	- Česká republika
DCF (Discounted Cash Flow)	- diskontovaný peněžní tok
DM	- dlouhodobý majetek
EAT (Earnings After Taxes)	- čistý zisk
EBIT (Earning Before Interest and Taxes)	- zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	- zisk před úroky, zdaněním a odpisy
ECB (European Central Bank)	- Evropská centrální banka
FED (Federal Reserve System)	- centrální banka Spojených států amerických
HICP	- harmonizovaný index spotřebitelských cen

IRR (Internal Rate of Return)	- vnitřní výnosové procento
LIBOR (London Interbank Offered Rate)	- londýnská mezibankovní nabídková sazba
LTRO	- program dlouhodobých refinančních operací
MMF	- mezinárodní měnový fond
NPV (Net Present Value)	- čistá současná hodnota
NÚ	- nákladové úroky
O	- odpisy
OM	- oběžný majetek
PV (Present Value)	- současná hodnota
QE (Quantitative Easing)	- kvantitativní uvolňování
ROA (Return On Assets)	- rentabilita aktiv
ROE (Return On Equity)	- rentabilita vlastního kapitálu
SNB (Swiss National Bank)	- Švýcarská národní banka
VK	- vlastní kapitál
WACC	- vážené průměrné náklady kapitálu
ZK	- základní kapitál

Úvod

Investování je nezbytnou součástí rozvoje podniku a v současném prostředí neustálého technického a technologického vývoje se stává i nezbytnou podmínkou jeho dlouhodobějšího přežití. Technologický pokrok, automatizace a související zvyšování efektivity produkce umožňují vytvářet soustavný tlak na pokles ceny finální produkce. V případě dlouhodobé podinvestovanosti a stagnace efektivity produkce je neinvestující podnik nevyhnutelně odsouzen k zániku. Podnikové investování představuje samostatnou disciplínu řízení podniku, přičemž realizace ziskové investice je především otázkou správného odhadnutí rizika, budoucích výdajů a příjmů při zohlednění faktoru času, zvážení alternativních příležitostí a výběru vhodného financování.

V případě plánování dlouhodobých investic je podnik obvykle z větší či menší míry odkázán na externí financování. Stav kapitálového trhu v období plánování investice je pak jednou ze zásadních proměnných pro rozhodnutí zdali bude vůbec investice realizována, v jakém rozsahu a s jakým využitím cizího kapitálu.

Práce se skládá ze tří dílčích oddělených částí. První část je tvořena rešerší teoretických poznatků a doporučení ve věci významu podnikových investic, procesu investičního rozhodování podniku a financování investic. Druhá část práce spočívá v analýze současného stavu úvěrového trhu jakožto průpravy pro zasazení konkrétního investičního projektu do kontextu makroekonomického prostředí. Třetí, praktická část práce se věnuje hodnocení rizikovosti a rentability projektu z hlediska reálného českého bižuterního podniku.

Cílem práce je analyzovat současný stav úvěrového trhu a specifikovat vlivy tohoto faktoru na investiční rozhodování podniku. Dalším cílem práce je pomoci podniku, v rámci něhož byla prováděna praktická část práce, učinit správné rozhodnutí o přijetí konkrétního investičního projektu.

1 Investiční činnost podniku

Investiční činnost je nezbytnou součástí rozvoje podniku a zároveň i nutnou podmínkou jeho dlouhodobějšího působení. V případě většiny hmotných investic jsou investiční rozhodnutí vždy do určité míry již nevratná a kapitál bývá v investici vázán obvykle po dlouhou dobu. V případě nevhodné investice, pokud je tato významnějšího rozsahu, může být v důsledku zásadním způsobem podlomena prosperita celé firmy.

1.1 Investování

„Z hlediska finančního můžeme podnikové investice charakterizovat jako jednorázově (v relativně krátké době) vynaložené zdroje, které budou přinášet peněžní příjmy během delšího budoucího období (v praxi obvykle nejméně po dobu jednoho roku).“ Kislingerová (2007, s. 273)

Investiční plánování je významnou podnikovou disciplínou a je třeba věnovat mu podstatnou pozornost. Proces hodnocení investic vyžaduje po vedoucích pracovnících především schopnost širokého zmapování možných investičních příležitostí, strážlivého odhadu budoucích finančních toků, správného posouzení nákladů ztracené příležitosti a zapracování možných rizik souvisejících s investicí. Investice obvykle nebývají realizovány pouze za pomoci vlastního kapitálu a součástí investičního rozhodování je tak i výběr vhodné formy a rozsahu financování kapitálem cizím.

1.1.1 Rozdělení investic

Kromě motivace zvýšení budoucího užitku (zisku) mohou být investice realizovány taktéž za účelem udržení provozuschopnosti původních výrobních struktur podniku nebo s cílem splnění povinností kladených na firmu z pozice vnější autority, nejčastěji státu. Na základě těchto kritérií dělíme investice na rozvojové, obnovovací a povinné. (Fotr, 2010)

V případě investic rozvojových (expanzivních) je investiční rozhodovací proces oproti zbývajícím dvěma formám v mnohém podstatně komplikovanější. V případě investic povinných (mandatorních) a obnovovacích není často jiná volba nežli investici realizovat. V případě investic rozvojových však existuje široká paleta investičních příležitostí, rozhoduje se zpravidla o významnějších objemech prostředků a na rozdíl od investic mandatorních a obnovovacích se nabízí reálná varianta investici nerealizovat. Hledisko přínosů a rizik investice je proto třeba v případě rozvojových investic posuzovat o mnoho důkladněji.

Z účetního hlediska jsou investice děleny na hmotné, nehmotné a finanční. Hmotnými investicemi je myšlen nákup nebo výstavba strojů, výrobního zařízení, pozemků a budov, tedy obecně fyzického kapitálu s charakteristikou dlouhodobého majetku. Investicí do nehmotného majetku je myšlen vývoj, výzkum nebo nákup know-how, software a licencí. Finanční investicí je obecně myšlen nákup cenných papírů, drahých kovů, nebo například poskytnutí půjčky. (Fotr, 2010)

1.1.2 Zájmy vlastníků a investování

Jak uvádí Synek (2006, s. 57), historicky lze označit za hlavní cíl podniku statickou maximalizaci absolutního zisku, z níž se postupně přecházelo ke sledování poměrových ukazatelů ROI (Return on Investment), ROE (Return on Equity) a maximalizaci zisku na jednu akcii. V současnosti je nejčastěji sledován cíl maximalizace tržní ceny vlastnických podílů (akcií).

Hledisko maximalizace ceny akcií na rozdíl od hlediska maximalizace zisku částečně potlačuje snahu o realizaci vysokých a riskantních zisků. Důvodem je, že podstupované riziko se negativně projevuje právě v ceně akcií. Hledisko maximalizace hodnoty akcií proto zdá se lépe zohledňuje faktory rizika a časové hodnoty peněz. (Brealey, 2014)

Držením podílu ve firmě dává vlastník podílu najevo ochotu odepřít si současnou spotřebu s vidinou růstu reálné hodnoty daného podílu. Pokud by vlastník podílu ve společnosti neočekával růst hodnoty své investice, neexistovala by pro něj motivace (při pomnutí

důvodů jako citové pouto k firmě) podíly dále držet a nadále tak odkládat spotřebu, nebo nevyužít jiné investiční příležitosti.

„Investiční příležitosti, které mají akcionáři mimo společnost, nastavují měřítko pro investice uvnitř společnosti. Proto se finanční manažeři zabývají náklady obětované příležitosti kapitálu (opportunity cost of the capital), který akcionáři vložili do firmy.“
Brealey (2014, s. 37)

Vlastník firmy principiálně očekává minimálně takový výnos z držby svého podílu, jaký by mohl realizovat alternativní investicí například do podobně rizikové investiční příležitosti. Očekávaný výnos by měl odpovídat alespoň očekávanému výnosu alternativní investice. V tomto kontextu je mluveno o nákladech ušlé (obětované) příležitosti.

„Předpokládejme, že finanční manažer jedná v zájmu akcionářů. Co očekávají majitelé společnosti od finančního manažera? Odpověď závisí na míře výnosnosti investičního projektu a na míře výnosnosti, kterou by vlastníci společnosti mohli získat samostatným investováním na finančních trzích. Jestliže by byl zisk z investice do projektu vyšší než zisk z jejich vlastní investice, pak by akcionáři volili investici do projektu. Jestliže by investice do projektu přinesla akcionářům nižší zisk, než by získali, kdyby investovali sami, pak by akcionáři hlasovali pro zrušení projektu a výplatu v hotovosti.“ Brealey (2014, s. 44)

1.1.3 Fáze investičního rozhodování

Investiční rozhodovací proces lze v zásadě rozdělit do čtyř fází. Kislingerová (2007) popisuje první tři fáze, přičemž je dozajista vhodné uvažovat i fázi čtvrtou, viz. např. Synek (2006, s. 247):

- předinvestiční fáze,
- investiční fáze,
- provozní fáze,
- likvidační fáze.

Předinvestiční fáze spočívá v identifikaci podnikatelských příležitostí a zahrnuje předběžné technicko-ekonomické studie. Předinvestiční fáze by měla zohledňovat zejména technologický vývoj v oboru, vývoj na trzích, změny zákonů, právních předpisů a norem. Již v předinvestiční fázi by mělo být zřejmé nakolik je favorizovaný projekt ekonomicky atraktivní a jaká rizika jsou spojená s jeho realizací. S předinvestiční fází je spojena tak zvaná *Feasibility Study*, která je prováděna pouze u favorizovaných projektů. Spočívá v analýze cílového trhu, vytvoří marketingovou strategii, analyzuje vstupy a dostupné technologie. Důležitou součástí je taktéž finanční analýza a sestavení plánu realizace.

Investiční fáze investičního procesu již spočívá v samotném financování projektu, získání technologie, potřebného souvisejícího majetku, zajištění personální stránky věci a zaběhnutí provozu.

Provozní fáze investičního procesu spočívá v samotném provozu již realizované investice. V případě, že byla předinvestiční fáze provedena důsledně, provozní fáze by již měla probíhat poměrně hladce – můžou se však zásadním a nečekaným způsobem změnit podmínky na trhu a může tak vzniknout nutnost změnit směřování projektu, projekt korigovat, nebo úplně zastavit. Součástí provozní fáze je taktéž realizace obnovovacích investic po dobu životnosti projektu.

Likvidační fáze spočívá v demontáži a likvidaci zařízení. V některých případech je tato fáze pomyslnou „sladkou tečkou“ za projektem, kdy prodej zařízení přinese do společnosti dodatečný peněžní tok. Alternativně, například v případě investičního projektu spočívajícího v důlní těžbě, znamená likvidační fáze rekultivaci krajiny a na konci projektu je tak třeba počítat s výraznými dodatečnými výdaji. V obou případech by se s likvidační fází mělo počítat již ve fázi předinvestiční.

1.1.4 Vybrané externí faktory ovlivňující investiční rozhodování

Do investičního rozhodování vstupuje řada faktorů, které vedení podniku může ovlivnit jen částečně, nebo vůbec. O to důležitější je zabývat se těmito faktory již v předinvestiční fázi investičního rozhodovacího procesu tak, aby byl jejich možný negativní dopad minimalizován a možné přínosy těchto faktorů maximalizovány.

Externími faktory ovlivňujícími investiční rozhodování jsou na tomto místě myšleny daně, dotace, inflace, stav úvěrového trhu a tempo technologického pokroku.

Daně

Daně představují nedobrovolný příspěvek do státního rozpočtu. Ovlivňují každý podnik a v zájmu vlastníků je jejich dopad na podnik minimalizovat. Únik do daňových přístavů, tedy nejčastěji přenesení sídla společnosti do země, jejíž daňový systém zatěžuje podnikání jen minimálně, je pro menší společnosti působící v ČR poměrně nereálný. Český stát naštěstí dává podnikům celou řadu legálních možností jak daně snižovat. Podniky tak mohou uplatňovat proti výnosům náklady a odpisy, od daňového základu mohou odečítat ztráty minulých období a pokud jsou plátcí DPH, mohou si nechat vracet DPH zaplacené na vstupu. Daně mohou také ovlivnit investiční rozhodování podniku směrem k většímu zastoupení cizího kapitálu kvůli možnosti využití daňového štítu. Legislativní změny mohou nasměrovat podniky k investicím do oblastí s nižším daňovým zatížením.¹ Kromě uvážení vlivu daní na rentabilitu projektu je vhodné taktéž předvídat možný budoucí vývoj daňové legislativy.

Dotace

Dotace jsou protipólem daní a jsou představovány finančním tokem směřujícím do podniku, spoluúčastí státu (municipalit, nebo EU) na realizaci určitého projektu nebo například poskytnutím zvýhodněného úvěru. Dotace v zásadě slouží k podporování

¹ Příkladem může být nedávno plánované snížení DPH na dětskou výživu. Možnost platit 10 % na výstupu a nechat si vracet 21 % DPH na vstupu, může být samo o sobě motivací k investicím v tomto směru a přesunu kapitálu do této státem privilegované oblasti.

činností, které vyšší autorita považuje za žádoucí. Výnos investic vznikajících za pomoci dotací často dalece převyšuje výnos libovolné alternativní investice bez využití dotačního titulu. Proto jsou dotace částí soukromého sektoru velmi kladně přijímány. Dotace jsou však obvykle spojeny s určitou dodatečnou byrokracií a rizikem, že se již spuštěný projekt díky neobdržení dotace nebo změně pravidel rozdělování dotací, stane ztrátovým. Soukromým podnikům se v důsledku existence současného prostředí oplývajícího množstvím různých dotací obecně vyplatí určitou část svých zdrojů vyčlenit na hledání podnikatelských příležitostí s dotačními tituly spojených.

Inflace

Cenovou inflaci (dále jen inflaci) lze sledovat například jako meziroční vzestup indexu spotřebitelských cen (CPI), nebo cen producentů (PPI). Ignorování inflace v investičním rozhodovacím procesu může vést k podlehnutí určité iluzi, kdy je kupříkladu očekáváno pokračování vzestupu cen vlastního výstupu, ale je ignorován současný vzestup výrobních vstupů. V investičním rozhodování se s inflací může vedení podniku snažit vypořádat v zásadě dvěma způsoby. V prvním případě je možné kalkulovat všechny očekávané příjmy i výdaje ve stálých cenách (běžných cenách snížených o nárůst cenové hladiny) a k diskontování budoucích peněžních toků využít reálnou diskontní míru (nominální diskontní míru poníženou o vliv inflace / navýšenou o vliv deflace). Tento postup lze ocenit především v případě, kdy lze očekávat rovnoměrný dopad vývoje cen do všech hodnocených položek. V opačném případě, kdy lze očekávat nerovnoměrný vývoj cen jednotlivých položek, je obecně vhodnější uvažovat v tzv. běžných cenách a peněžní toky diskontovat nominální diskontní sazbou.

Stav úvěrového trhu

Stav úvěrového trhu je dalším z významných faktorů ovlivňujících investiční rozhodování. V současné době bezprecedentně nízkých (technicky nulových) základních úrokových sazeb tento faktor nabývá ještě větší významnosti. Stavem úvěrového trhu je myšlena především výše úroků z úvěrů požadovaná komerčními bankami, požadavky na bonitu klientů a tvar výnosové křivky. Nelze zároveň opomíjet, že trh podnikových úvěrů je úzce

spojen s dluhopisovým trhem, a to nejen podnikových dluhopisů, ale i dluhopisů státních. V širším významu je tak stavem úvěrového trhu myšlena celá oblast trhu kapitálového.

V případě, že je na kapitálovém trhu dostatek likvidity a investující společnost může získávat cizí kapitál za výhodných podmínek, získává příslib vyššího zhodnocení vlastního kapitálu díky možnosti využít finanční páky. Pokud jsou úvěrové podmínky výrazně výhodnější nežli v nedávné minulosti, firma může očekávat i všeobecný nárůst úvěrů v celé společnosti a tudíž i dodatečnou poptávku po vlastní produkci. Vyšší zastoupení cizího kapitálu povede obecně k nižším průměrným nákladům kapitálu a společnost si tak bude moci dovolit realizovat i projekty s nižším očekávaným výnosem. Příznivý stav úvěrového trhu tak může management společnosti výrazně ovlivnit v rozhodnutí, zdali realizovat investici již nyní, nebo její realizaci odložit do budoucnosti. Příznivý stav úvěrových trhů však působí pozitivně i na konkurenci, může vést ke snížení ziskové marže, poklesu podílu konkrétní firmy na trhu a v horším případě i multiplikaci ztrát za pomoci finanční páky.

Technologický pokrok

Technologický pokrok je pro spotřebitele pozitivním faktorem. Nejinak tomu bývá v případě společností, které díky technologickému pokroku získávají možnost zefektivňování výroby, snižování výrobních nákladů a zvyšování ziskové marže. Novými inovacemi mohou společnosti rozšiřovat své portfolio, získávat tržní podíl a expandovat na nové trhy. Pokud však budeme na chvíli uvažovat technologický pokrok jako exogenní proměnnou, pak se z hlediska společnosti investující do vlastního vývoje a inovací se jedná o nepřátelský faktor. V případě, že totiž tempo technologického vývoje trhu v konkrétní oblasti předstihne tempo, kterým provádí technologický vývoj daná společnost, velmi pravděpodobně budou prostředky dané společnosti investované do výzkumu ztraceny.

1.2 Hodnocení a oceňování investic

Do hodnocení investice vstupují tři hlavní kritéria, jimiž jsou výnosnost, rizikovitost a likvidita. Výnosnost neboli míra jíž investice generuje zisk, je faktorem pozitivním. Likvidita investice neboli schopnost investovaného kapitálu zpětné přeměny na hotovost je taktéž pozitivním faktorem. Rizikovitost investice, tedy šance, že se finanční toky spojené s investicí více či méně odchýlí od toků očekávaných, je naopak faktorem negativním. Výnosnější investice bývají obvykle více rizikové. Investice velmi likvidní zase obvykle nebývají příliš výnosné.

Ideální, avšak utopicky nereálnou investicí je investice s vysokou výnosností, minimální rizikovitostí a vysokou likviditou. V praxi však ideální investice neexistují a určité riziko je v případě investic třeba vždy nutné podstoupit.² Ochota podstupovat riziko a vázat kapitál do méně likvidních forem s vidinou vyššího výnosu závisí na individuálním vnímání rizika konkrétním investorem.

1.2.1 Investiční hodnotící proces

Má-li se společnost správně rozhodnout o přijetí vhodné investice, musí nejprve odhadnout budoucí peněžní toky spojené s investicí, zhodnotit rizika spojená s projektem a na základě znalosti diskontní míry vypočítat čistou současnou hodnotu investice.

V mnoha případech je doporučováno budoucí cashflow převádět na současnou hodnotu na základě diskontní míry, která již zohledňuje aspekt financování. Tento přístup je všeobecně rozšířený a je možné se s ním setkat například v Synkovi (2006, s. 251). V případě, že je diskontní míra odvozována z WACC, jedná se o právě takový přístup.

2 Dokonce i u tzv. bezrizikových investic, za které jsou považovány pokladniční poukázky a někdy i státní dluhopisy existuje určitá drobná šance, že dlužník nedostojí svým závazkům. Pakliže připustíme, že toto riziko je opravdu zanedbatelné a tyto investice jsou dále nazývány bezrizikovými, je třeba poznamenat, že je uvažováno pouze v kontextu nominálních veličin. Systematicky je tak ignorován faktor inflace, který může z těchto investic často učinit investici se záporným reálným výnosem.

Brealey (2014, s. 573) se však vůči tomuto způsobu ohrazuje. Doporučuje nejprve hodnotit investici při teoretickém financování pouze vlastním kapitálem a teprve následně zohledňovat vliv financování. Doporučuje postupovat v následujících krocích:

1. Předpovědět cashflow po zdanění při financování pouze vlastním kapitálem.
2. Zhodnotit riziko projektu.
3. Odhadnout alternativní náklad kapitálu (stanovit diskontní sazbu).
4. Vypočítat čistou současnou hodnotu na základě financování vlastním kapitálem.
5. Zohlednit faktor financování.

Postup oceňování investic rozdělený do těchto kroků Brealey (2014) doporučuje z důvodu oddělení analýzy investice od rozhodnutí o způsobu financování. Hodnotitel se tímto postupem vyhne riziku, že bude akceptována nevhodná investice jen proto, že podmínky financování byly vynikající a opticky zlepšily rentabilitu investice. Zbytek kapitoly bude strukturou kopírovat schéma postupu doporučeného Brealeym.

1.2.1.1 Odhad budoucích peněžních toků

Při rozhodování o investici je třeba vyhodnotit očekávaný finanční přínos projektu pro firmu na základě co nejpřesnějšího odhadu budoucích peněžních toků. Peněžní tok představuje skutečný tok peněz, tedy výdaje nebo příjmy. V žádném případě nelze peněžní tok zaměňovat s náklady a výnosy, které reprezentují hmotné toky v peněžním vyjádření a často přímo nekorrespondují s reálnými výdaji a příjmy.

V českojazyčné literatuře je stále častěji nahrazován pojem peněžní tok(y) anglickým ekvivalentem cashflow (CF). Použití anglického ekvivalentu se zdá často mnohem praktičtější a proto bude i v této práci hojně využíváno.

Cashflow běžné investice vypadá nejčastěji tak, že počáteční záporné cashflow (výdaj) v čase t_0 je následováno různě dlouhou sérií cashflow kladných (příjmů) v letech t_1, t_2, t_3 až t_n . Projekty související s vývojem technologie, léku a podobně jsou charakteristické dlouhou řadou záporných CF představovanou vývojem, zakončenou kladným CF spojeným například s prodejem patentu, apod. Na konci projektu lze často počítat se zápornou likvidační hodnotou, spojenou například s odstraněním ekologické zátěže.

Cashflow není představováno pouhou výší samotné investice a následnými příjmy prodeje jejího výstupu. Cashflow musí zahrnovat taktéž veškeré dodatečné peněžní toky s investicí spojené. *„Hodnota projektu závisí na všech dodatečných peněžních tocích, které si vyžádá přijetí projektu.“* Brealey (2014, s. 185).

Je proto třeba zohlednit očekávaný nárůst zásob spojený s investicí a s tím i nárůst potřebného čistého pracovního kapitálu. Je vhodné zohledňovat taktéž peněžní toky podružně spojené s investicí, jako například dodatečný příjem spojený s budoucím servisem prodávaných výrobků. Je třeba zohlednit dodatečnou spotřebu energií spojenou s realizací projektu. Je třeba zohlednit výdaje spojené se zaměstnáním dodatečných pracovníků. Je třeba zohlednit vedlejší efekty na ostatní části firmy (nový produkt může být například konkurencí již zavedenému produktu, nebo může projekt naopak vyvolat synergické efekty do zbytku výroby). Je třeba zohlednit náklady obětované příležitosti a zůstatkovou hodnotu projektu. (Brealey, 2014)

Při odhadu budoucích cashflow by podle Brealeyho (2014, s. 187) naopak neměly být zohledňovány utopené náklady, tedy nevhodně vynaložené náklady spojené s nějakým minulým rozhodnutím. *„Protože jsou utopené náklady minulostí, nemohou být ovlivněny rozhodnutím, zda přijmout, nebo zamítnout projekt, a proto bychom je měli ignorovat.“* Neměly by být taktéž zohledňovány účetně přiřazené režijní náklady, ale pouze dodatečné náklady, které se přímo týkají projektu.

Peněžní toky spojené s investicí může management v nejlepší případě věrně odhadnout, vždy se však bude jednat pouze o odhad. Existuje řada možných scénářů vývoje - čím pravděpodobněji a čím výrazněji lze očekávat odchýlení vývoje investice od jejího nejpravděpodobnějšího scénáře, tím větší riziko s sebou investice nese. Vedle očekávaného cashflow investice je proto třeba hodnotit taktéž její rizikovost.

1.2.1.2 Zhodnocení rizika projektu

Nejčastěji je rizikovost chápána jako nebezpečí, že se dosažené výsledky budou odchýlovat od výsledků předpokládaných. Valach (2010, s. 171)

Při hodnocení investice je třeba uvědomit si, respektovat a zohlednit její rizika. Investiční projekty ovlivňuje celá řada faktorů s nejistým vývojem. Může se jednat o změny poptávky po produkci, změny cen materiálu, energií, vývoj mezd, kroky konkurence atd. Projekty bývají různou měrou citlivé na změny devizových kurzů, na vývoj úrokových měr a na změny politického trendu. Uvědomění si a respektování rizika je základním stavebním kamenem správného investičního rozhodování.

Jak na několika místech píše Brealey (2014), cílem managementu není riziko úplně eliminovat, nýbrž ho v rozumné míře podstupovat u projektů, které slibují adekvátní výnos. Brealey přirovnává rozhodování mezi výnosem a rizikem k rozhodování o rychlosti jízdy autem. Zatímco je každému jasné, že cestování rychlostí 50 km/h je méně rizikové nežli cestování rychlostí 80 km/h, nebylo by vhodné na základě toho usuzovat, že nižší rychlost je nutně lepší.

Rozdílná rizikovost investic je nejčastěji znázorňována na příkladu investice do dluhopisů a akcií. V případě investice do dluhopisu jsou dopředu známá všechna cashflow s investicí související, zatímco držba podílů ve společnosti (akcií) žádný pevný příslib plateb neznamená.³ Akcie neslibují pevně dané výnosy, existuje zde riziko nulového zisku či dokonce ztráty. Dluhopisy s sebou taktéž nesou jistá rizika, především riziko, že emitent dluhopisu nedostojí svým závazkům a riziko inflace. Pokud však porovnáme dluhopisy a akcie stejného emitenta, akcie s sebou obecně ponese vyšší riziko. Průměrný výnos očekávaný na akciovém trhu je proto vyšší, nežli na trhu dluhopisovém – pokud by tomu tak nebylo, neexistovala by pro investory motivace vyšší riziko podstupovat.

V podnikovém rozhodování je riziko zohledňováno stejným způsobem jako na kapitálových trzích. V případě, že společnost realizuje investici, jejíž budoucí cashflow je stabilní a velmi dobře očekávatelné, bude management při diskontování budoucích cashflow používat nižší diskontní sazbu nežli v případě investic rizikovějších. V důsledku se tak management společnosti v případě méně rizikových investic spokojí s obecně nižší očekávanou mírou výnosnosti.

3 Společnosti v první řadě vždy platí nejprve splátky svých dluhů a teprve potom (v případě, že společnost po zaplacení splátek nadále dosahuje zisku) mohou vyplácet dividendy.

„Za nejméně riskantní se považují investice do prosté obnovy stávajícího zařízení, které zajišťují výrobu pro známý trh. Naopak za nejriskantnější jsou považovány investice do nových technologií, pro zahraniční trh, ev. investice do výzkumu.“ (Valach, 2010, s. 185)

„Investiční riziko je tedy spojeno s pravděpodobností budoucích výnosů: čím je větší pravděpodobnost nízkých nebo dokonce záporných výnosů (ztráty), tím je investice (nebo jiné rozhodnutí) rizikovější. Za vyšší riziko pak investoři požadují vyšší odměnu (vyšší výnos): riziko a výnosnost tvoří spojené nádoby!“ Synek (2007, s. 309)

Riziko projektu lze do hodnocení projektu promítnout tak, že je očekávaná hodnota budoucího peněžního toku převedena na současnou hodnotu diskontní mírou. Diskontní míra se skládá z bezrizikové míry, inflační premie a rizikové premie. Protože výnos do splatnosti státních obligací kromě bezrizikového výnosu obsahuje i inflační premii, lze obecně diskontní míru vyjádřit jako Synek (2007, s. 309):

$$\text{očekávaná výnosnost (diskontní míra)} = \text{úroková míra státních obligací (výnosnost do splatnosti)} + \text{tržní riziková premie}$$

1.2.1.3 Stanovení diskontní míry

„Stanovení podnikové diskontní míry je nejnesnadnějším úkolem při hodnocení investic a podniku vůbec.“ Synek (2007, s. 289)

Chybný odhad diskontní míry může i za předpokladu velmi dobrého odhadu budoucích finančních toků způsobit zásadní zkreslení získané informace. Snadno tak může být z důvodu příliš vysoké diskontní míry odmítnuta vhodná investice, nebo může být v případě neadekvátně nízké diskontní míry přijato rozhodnutí k realizaci investice, jež v důsledku sníží hodnotu podniku jako celku.

Diskontní míru lze spočítat několika metodami. Častými způsoby jsou výpočet na základě vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC), výpočet podle metody CAPM (Capital Asset Pricing Model), za pomoci APT (Arbitrage Pricing Theory) nebo stavebnicovými metodami. Diskontní míru lze taktéž odvozovat z nákladů na cizí kapitál nebo podle ROE

(návratnosti vlastního kapitálu). Diskontní míra může být taktéž stanovena na základě arbitrárního rozhodnutí investora a jeho vztahu k riziku.

Každá metoda jistě najde své uplatnění. Protože však není diskontování peněžních toků hlavním předmětem této práce, není možné věnovat pozornost všem metodám. Na následujících řádcích proto budou zmíněny metody WACC, CAPM a stavebnicová metoda.

Model WACC

Podnik je obvykle financován kombinací kapitálu vlastního (vlastnické podíly – equity) a kapitálu cizího (zejména úvěry a vydané dluhopisy – debt). Náklady kapitálu podniku lze souhrnně vyjádřit váženými průměrnými náklady na kapitál (Weighted Average Cost of Capital – WACC). Tyto náklady kapitálu podniku je možné využít jakožto diskontní míru k účelu hodnocení podnikových investic. To vše však pouze za předpokladu, že rizikovost nového projektu odpovídá rizikovosti stávajícího podnikání a kapitálová struktura se zásadně nezmění.

„WACC je založen na současných vlastnostech firmy, ale manažeři ho používají pro diskontování budoucích cashflow. To je v pořádku, pokud se očekává, že se podnikatelské riziko a dluhový poměr firmy nezmění, ale pokud tomu tak není, výpočet je pouze přibližný.“ (Brealey, 2014, s. 574)

$$r_0(\text{WACC}) = r_d(1-t)\frac{D}{C} + r_e\frac{E}{C} \quad (1)$$

kde

- r_0 - vážené průměrné náklady podnikového kapitálu [%],
- r_d - náklady na cizí kapitál (úroky) před zdaněním [%],
- r_e - očekávaný výnos vlastního kapitálu [%],
- t - mezní míra zdanění [%],
- C - celková tržní hodnota společnosti,
- D - tržní hodnota dluhu společnosti,
- E - tržní hodnota vlastního kapitálu.

Požadovaná výnosnost cizího kapitálu lze poměrně snadno stanovit jako aktuální výše úroků, za které si může společnost momentálně vypůjčit. V případě stanovení očekávané výnosnosti kapitálu vlastního je však situace složitější. Náklady vlastního kapitálu není možné stanovit na základě prostého poměru dividendy připadající na akcii vůči ceně akcie. Výše dividend není jediným zdrojem výnosu vlastníků, ale je třeba zohlednit očekávaný růst cen akcií společnosti. Dozajista není pravdou, že společnost, která nevyplácí dividendy má náklady vlastního kapitálu rovny nule.

Náklady vlastního kapitálu mohou být dále odhadnuty například za pomoci modelu CAPM, nebo pomocí stavebnicové metody.

Model CAPM

Model CAPM (Capital Asset Pricing Model) vychází z předpokladů, že očekávaný výnos každého cenného papíru vychází z bezrizikové míry panující na trhu, tržní rizikové premie a citlivosti hodnocené společnosti na výkyvy trhu. Výsledkem modelu CAPM je požadovaná míra výnosnosti, která reprezentuje hledanou diskontní míru při financování pouze vlastním kapitálem.

$$r_i = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (2)$$

kde:

- r_i je požadovaná míra výnosnosti vlastního kapitálu,
- r_f je míra výnosnosti bezrizikových aktiv,
- r_m je průměrná míra výnosnosti akciového portfolia.

Postup výpočtu diskontní míry pomocí CAPM

1. Stanovení bezrizikové míry výnosnosti r_f .
2. Určení očekávané míry výnosnosti akciového trhu r_m .
3. Stanovení β -koeficientu podniku vyjadřující relativní rizikovost oproti trhu.

Stanovení bezrizikové míry výnosnosti

Bezriziková míra výnosnosti je obvykle odvíjena od výnosnosti státních dluhopisů. Pohledy ekonomů se různí v otázce, jakou duraci dluhopisů využít jako míru

bezrizikového výnosu. Obecně se doporučuje využít pokud možno nejdélhodobějších dluhopisů. Jak tvrdí například Kolouchová (2008, s. 76), měla by být volena délka dluhopisu odpovídající odhadované životnosti celého podniku. Prodělal (2009) za vhodnější považuje využívat v první fázi nižší diskontní sazby a později sazby vyšší. *„Stanovení diskontní míry by tak bylo přesnější a byla by tak více zohledněna skutečnost, že dlouhodobé bezrizikové výnosy jsou o něco vyšší než krátkodobé (většinou o 1–2 %)“* Prodělal (2009). Prodělal však přiznává, že toto řešení je příliš pracné, a proto: *„Jako řešení, které je jednoduché, ale méně přesné se nabízí použití váženého průměru doby, po kterou jsou peněžní toky generovány“* (Prodělal, 2009)

Určení očekávaného výnosu akciového trhu

Konečným cílem snažení, jehož součástí je určení očekávaného výnosu akciových trhů je určení rizikové premie oproti bezrizikové investici. V případě akciových trhů neexistuje něco jako míra výnosnosti do splatnosti, proto je nutné očekávanou výnosnost odhadnout nebo založit na minulých datech. V případě, že analytik chce odhadnout očekávaný výnos z minulých dat, tak stojí mezi volbou použít výnos akciového trhu za velmi dlouhé historické období nebo vyvozovat závěry z vývoje v mladším historickém období. Jak píše Prodělal (2009), zohledňování delšího období je prospěšné z hlediska vyloučení nežádoucích výkyvů. Na druhou stranu jsou však ve výpočtu zahrnuta historická období, která nemusí ovlivňovat budoucnost. Prodělal (2009) přesto doporučuje používat co nejdelší možné časové hledisko.

Problematickým prvkem stanovení rizikové premie je velká rozmanitost používaných metodik, protože různí autoři dochází často k výrazně odlišným výsledkům. (Kolouchová, 2008, s. 78) Brealey (2014) dokonce tvrdí, že rizikovou premii není možné přesně určit.

Rozdílem očekávaného výnosu akciového trhu a bezrizikového aktiva se získá riziková premie. Z grafů, na kterých prezentuje Kolouchová (2008, s. 77) názor většího množství expertů v oboru finančního oceňování vyplývá, že riziková premie je v ČR nejčastěji stanovována mezi 4,5–7 %. Uznávaný odborník Damodaran (2014) na základě své aktuální studie stanovuje rizikovou premii pro ČR na 5,93 %.

Stanovení β -koeficientu podniku (projektu)

Riziko je v modelu CAPM představováno kombinací rizikové premie a koeficientu β . Betu je možné vypočítat následujícím způsobem:

$$\beta = \frac{Cov(r_a, r_b)}{Var(r_b)} \quad (3)$$

kde:

r_a je výnos konkrétního aktiva,

r_b je výnos trhu.

„Akcie, jejichž beta je větší než 1,0, mají tendenci zesílit účinek každého pohybu na trhu. Akcie, jejichž beta se nachází v rozmezí 0 až 1,0, mají tendenci následovat trh stejným směrem, jakým se pohnul, ale ne tak výrazně. Je jasné, že trh představuje portfolio všech existujících akcií, takže beta „průměrné“ akcie se rovná 1,0.“ (Brealey, 2014, s. 237)

Levy (1999, s. 401) píše, že budoucí koeficient beta může být odhadnut pouze na základě subjektivní pravděpodobnosti. Za běžnou praxi však označuje odhad bety z historických dat. V případě většiny akciových společností lze koeficient β vyčíslit například na serveru finance.yahoo.com, odpadá tak nutnost realizovat výpočet využívající větší množství vstupních dat. Při využití této možnosti získání koeficientu β je třeba počítat s rizikem, že se jedná o výpočet někoho jiného, není zpravidla známá přesná metodika, ani výběr dat. Koeficient β může být taktéž stanoven metodou analogie (odvození β od podobné společnosti a upravení o vliv kapitálové struktury), může být odvozen od β odvětví, nebo může být odhadnut.

V případě České republiky, kde dosud není kapitálový trh na úrovni zemí „ekonomického západu“ bude využití modelu CAPM zpravidla komplikováno nedostatečným množstvím dat, na jejichž základě lze potřebné parametry modelu odvozovat. Jako vhodnější se tak jeví využití některé ze stavebnicových metod.

Stavebnicové metody

Stavebnicové metody podobně jako model CAPM zahrnují bezrizikovou míru a zohledňují specifická rizika. Na rozdíl od CAPM však neobsahují koeficient β a místo něho obsahují specifickou prémii, v níž zrcadlí celou řadu rizik.

Jednou ze stavebnicových metod je stavebnicová metoda používaná Ministerstvem průmyslu a obchodu. Ta vypočítává výsledné náklady vlastního kapitálu jako součet bezrizikové míry výnosu, přírážky za velikost podniku, přírážky za produkční sílu, přírážky za finanční stabilitu a přírážky za dělení produkční síly.

Jak však píše Maříková (2007), je žádoucí zahrnout i další rizika jako je riziko managementu, riziko konkurence a další rizikové aspekty. K tomuto slouží komplexní stavebnicová metoda, která promítá do diskontní míry konkrétní faktory rizika dle jejich ohodnocení. Každému faktoru je přiřazena rizikovost na předem zvolené škále. Maříková, doporučuje hodnotit riziko na škále od 1 do 4, se slovním hodnocením: nízké, přiměřené, zvýšené či vysoké riziko.

Jednotlivé faktory jsou v modelu přiřazeny do skupin, z nichž každá má přiřazenu svoji váhu. Jsou zohledňována rizika oboru, rizika trhu, rizika konkurence, zohledňuje se faktor managementu, finanční riziko a další faktory, jako faktor ziskové marže, postavení vůči dodavatelům či odběratelům. Výsledek kterým jsou náklady vlastního kapitálu vzniká součtem bezrizikové míry výnosu, dílčích rizikových přírážek a premie za (ne)likviditu.

Vzhledem k rozmanitosti a komplexnosti této metody bylo rozhodnuto o jejím použití k posouzení rizika projektu v praktické části práce.

1.2.2 Vyhodnocení rentability investice

Existuje celá řada metod sloužících k hodnocení investic. V případě krátkodobých investic je možné využít statických metod hodnocení investic, kterými jsou například čistý celkový příjem, průměrné roční cashflow, nebo doba návratnosti. Vhodnější je však vždy využít

metod dynamických, které diskontují budoucí výdaje a příjmy na základě stanovené diskontní míry. Mezi nejvyžívanější dynamické metody hodnocení investic patří výpočet čisté současné hodnoty, vnitřního výnosového procenta, diskontované doby návratnosti a indexu ziskovosti.

Přes nespornou vyšší vypovídací schopnost dynamických metod je podle Brealyho (2014) v praxi velmi často stále využíváno metod statických, které hodnotí pouze nominální výši peněžních toků. Nejčastěji je pak tímto statickým hlediskem doba návratnosti investice. Jak Brealey podotýká, posouzení na základě doby návratnosti nejenže přisuzuje stejnou váhu všem peněžním tokům, ale poskytuje zavádějící výsledky taktéž proto, že nebere v úvahu cashflow po okamžiku vyrovnání nominálních výdajů a příjmů. Na otázku, proč přesto stále tolik firem hledisko doby návratnosti investice využívá, odpovídá Brealey (2014, s. 159) následovně:

- Doba návratnosti představuje nejjednodušší způsob, jak komunikovat myšlenku ziskovosti projektů napříč firmou – jedná se o srozumitelné hledisko, kterému rozumí všichni.
- Manažeři větších společností mohou tíhnout k tomuto hledisku s vírou, že rychlejší růst ziskovosti představuje jejich rychlejší kariérní postup.
- Důvodem preferování co nejrychlejší návratnosti investice může být obava vlastníků menších a rodinných firem s omezeným přístupem ke kapitálu z budoucí neschopnosti získat další kapitál. Právě tyto obavy mohou vést k upřednostnění investice s krátkou návratností, dokonce i kdyby měly dlouhodobé projekty vyšší čistou současnou hodnotu.

Jaká metoda posuzování investic je tedy nejvhodnější? Podle Brealeyho (2014) se jedná jednoznačně o posouzení čisté současné hodnoty investice, alternativně pak výpočet vnitřního výnosového procenta. Tyto metody je vhodné doplňovat indexem ziskovosti a namísto doby návratnosti (nominální) Brealey doporučuje využití její diskontované alternativy. Práce se proto bude věnovat pouze metodám dynamickým.

1.2.2.1 Čistá současná hodnota investice

Čistá současná hodnota (Net Present Value) – ČSH, nebo NPV je pravděpodobně nejvyužívanější a dle mnohých i nejvhodnější metodou hodnocení investic. Výsledkem výpočtu čisté současné hodnoty investice je absolutní hodnota přínosu investice k hodnotě podniku v dnešních cenách. Libovolný kladný výsledek (za předpokladu správného odhadu budoucích finančních toků a diskontní míry) znamená přijatelnou investici. V případě srovnávání více investic je vhodné preferovat investici s vyšší čistou současnou hodnotou. Výše čisté současné hodnoty investice má zásadní informační hodnotu, přičemž managementu dává informaci o tom, jakou měrou realizace dané investice přispěje k hodnotě firmy jako celku.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

kde:

CF_t je suma cashflow v roce t ,

r je diskontní míra,

t je index daného roku.

1.2.2.2 Vnitřní výnosové procenta investice

Vnitřní výnosové procento (Internal Rate of Return) – VVP, nebo IRR vyjadřuje míru výnosnosti, kterou investice během své životnosti zhodnocuje vložené prostředky. Výsledkem výpočtu IRR je procentní míra odpovídající takové diskontní míře, při které by se NPV investice rovnala nule. Investice je přijatelná, pokud je IRR vyšší nežli diskontní míra.

Přestože metoda výpočtu IRR vychází z identického vzorce jako metoda NPV, výpočet vnitřního výnosového procenta je o poznání složitější. V případě výpočtu IRR je postupováno v několika iteracích. Za r je na počátku dosazena odhad úrokové míry, při níž by se NPV mohlo rovnat 0. Dále je sledováno zdali vyjde NPV záporné, nebo kladné. Pokud je čistá současná hodnota kladná, pak je třeba úrokovou míru zvýšit a opačně.

Výpočet končí, jakmile se výsledek limitně blíží $NPV = 0$. Naposledy zadané r je pak hledaným vnitřním výnosovým procentem. Výsledku je obvykle dosaženo v jednotkách iterací.⁴

Díky složitějšímu výpočtu je vhodné IRR počítat prostřednictvím libovolného tabulkového kalkulátoru. Při jeho správném použití je modelování konkrétní situace otázkou několika málo minut. Řešení pomocí tabulkového kalkulátoru LibreOffice Calc může vypadat podobně jako v tabulce č. 2. Posloužit může taktéž funkce XIRR, která celý postup dále zjednodušuje.

	A	B	C	D		A	B	C	D
1	r	7,7547%			r	7,7547%			
2									
3	ROK	CF	DCF	Diskontní faktor	ROK	CF	DCF	Diskontní faktor	
4	0	-1 000 000 Kč	-1 000 000 Kč	1,00	0	-1 000 000 Kč	B4/D4	$(\$B\$1+1)^{A4}$	
5	1	100 000 Kč	92 803 Kč	1,08	1	100 000 Kč	B5/D5	$(\$B\$1+1)^{A5}$	
6	2	100 000 Kč	86 125 Kč	1,16	2	100 000 Kč	B6/D6	$(\$B\$1+1)^{A6}$	
7	3	100 000 Kč	79 927 Kč	1,25	3	100 000 Kč	B7/D7	$(\$B\$1+1)^{A7}$	
8	4	100 000 Kč	74 175 Kč	1,35	4	100 000 Kč	B8/D8	$(\$B\$1+1)^{A8}$	
9	5	100 000 Kč	68 837 Kč	1,45	5	100 000 Kč	B9/D9	$(\$B\$1+1)^{A9}$	
10	6	100 000 Kč	63 883 Kč	1,57	6	100 000 Kč	B10/D10	$(\$B\$1+1)^{A10}$	
11	7	100 000 Kč	59 285 Kč	1,69	7	100 000 Kč	B11/D11	$(\$B\$1+1)^{A11}$	
12	8	100 000 Kč	55 019 Kč	1,82	8	100 000 Kč	B12/D12	$(\$B\$1+1)^{A12}$	
13	9	100 000 Kč	51 059 Kč	1,96	9	100 000 Kč	B13/D13	$(\$B\$1+1)^{A13}$	
14	10	100 000 Kč	47 385 Kč	2,11	10	100 000 Kč	B14/D14	$(\$B\$1+1)^{A14}$	
15	11	100 000 Kč	43 975 Kč	2,27	11	100 000 Kč	B15/D15	$(\$B\$1+1)^{A15}$	
16	12	100 000 Kč	40 810 Kč	2,45	12	100 000 Kč	B16/D16	$(\$B\$1+1)^{A16}$	
17	13	100 000 Kč	37 873 Kč	2,64	13	100 000 Kč	B17/D17	$(\$B\$1+1)^{A17}$	
18	14	100 000 Kč	35 147 Kč	2,85	14	100 000 Kč	B18/D18	$(\$B\$1+1)^{A18}$	
19	15	100 000 Kč	32 618 Kč	3,07	15	100 000 Kč	B19/D19	$(\$B\$1+1)^{A19}$	
20	16	100 000 Kč	30 271 Kč	3,30	16	100 000 Kč	B20/D20	$(\$B\$1+1)^{A20}$	
21	17	100 000 Kč	28 092 Kč	3,56	17	100 000 Kč	B21/D21	$(\$B\$1+1)^{A21}$	
22	18	100 000 Kč	26 070 Kč	3,84	18	100 000 Kč	B22/D22	$(\$B\$1+1)^{A22}$	
23	19	100 000 Kč	24 194 Kč	4,13	19	100 000 Kč	B23/D23	$(\$B\$1+1)^{A23}$	
24	20	100 000 Kč	22 453 Kč	4,45	20	100 000 Kč	B24/D24	$(\$B\$1+1)^{A24}$	

Tabulka 1: Příklad kalkulace IRR v tabulkovém procesoru

Zdroj: Autor

Znalost vnitřního výnosového procenta projektu na rozdíl od NPV nevyžaduje znalost diskontní míry k získání hrubé představy o vhodnosti projektu. Vhodné je preferovat projekty s největším rozdílem IRR a diskontní míry.

⁴ Další metodou může být metoda aproximace, kdy lze vypočítat při zvoleném diskontu jednu kladnou ČSH a při jiném diskontu druhou ČSH zápornou. Následně lze aproximovat diskontní míru v níž se ČSH rovná nule, neboli vypočítat IRR.

1.2.2.3 Index ziskovosti investice

Index ziskovosti (Profitability Index) – IZ, nebo PI vyjadřuje poměr veškerých diskontovaných peněžních toků vůči počáteční investici. Je vhodným doplňkem k NPV, protože zohledňuje absolutní velikost investice a udává její relativní ziskovost. V situaci limitovaných zdrojů financování, což na rozdíl od velkých nadnárodních korporací platí pro české firmy velmi často, je PI vhodným ukazatelem. Zatímco by se v případě porovnávání větší méně výnosné investice a několika menších více výnosných investic mohlo stát, že NPV doporučí upřednostnit realizaci větší, méně výnosné investice, PI bude doporučovat preferovat být menší, v důsledku však více výnosné projekty.

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{I} \quad (5)$$

kde:

CF_t je suma cashflow v roce t ,

r je diskontní míra,

t je index daného roku,

I je výše investice v současných cenách.

1.2.2.4 Diskontovaná doba návratnosti

Diskontovaná doba návratnosti (Discounted payback period) – DDN, nebo DPP vyjadřuje za jakou dobu se s ohledem na faktor času v plné výši splatí počáteční investice. Přijatelnými investicemi jsou pak z hlediska diskontované doby návratnosti ty investice, jejichž DDN je kratší nežli životnost investice nebo jiný konkrétní časový úsek. Výhodou DDN je stejně jako v případě DN srozumitelnost napříč firmou. Díky zohlednění časového hlediska není DDN natolik zavádějící jako prostá DN. Nevýhodou však zůstává, že DDN žádným způsobem nepostihuje peněžní toky po dosažení návratnosti investice.

1.2.3 Zhodnocení vlivu financování

Posledním krokem v Brealeyho (2014) doporučeném postupu hodnocení investic je zhodnocení vlivu financování. Cílem tohoto kroku je zahrnout do postupu hodnotu přidanou finančními rozhodnutími.

Brealey nabízí (2014, s. 573) dvě možnosti, jak zohlednit aspekt financování. První možností je upravení diskontní míry tak, aby se zohlednila hodnota úrokových daňových štítů. Nová diskontní míra se nově odvíjí od vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Brealey komentuje tento postup jako nejobvyklejší. Další způsob spočívá v předpokladu financování pouze vlastním kapitálem, výpočtu čisté současné hodnoty a následném přičtením hodnoty daňového štítu a odečtením hodnoty nákladů finanční tísně.

1.3 Financování investic

Investiční rozhodování odpovídá na otázku, jaký peněžní výdaj realizovat. Finanční rozhodování vedle toho odpovídá na otázku, jakým způsobem budou zajištěny finanční zdroje. Způsobem financování podnikových investic se zabývá tato kapitola.

Velká část investic je a vždy bude financována ze zadrženého nerozděleného zisku. Preference dalších zdrojů financování se zásadně liší podle možností a zvyklostí daných ekonomik. Zatímco v evropském kontextu spoléhají společnosti především na bankovní úvěry, společnosti ve Spojených státech jsou financovány mnohem častěji emisí nových akcií, respektive dluhopisů. Vedle těchto zdrojů financování v zásadě existuje pro společnosti taktéž možnost realizovat investici za pomoci leasingu. Každá z těchto základních možností financování má své výhody a je vhodná v jiné situaci.

1.3.1 Specifika využití cizího kapitálu

Financováním za využití kapitálu cizího (např. bankovní úvěry, vydání dluhopisů a financování leasingem) společnost získává dodatečné prostředky pro svoji činnost, přičemž získaný kapitál zásadním způsobem neoslabuje podíl dosavadních vlastníků na rozhodování. Věřitel společnosti není považován za vlastníka a nemá právo rozhodovat o směřování společnosti (dokud společnost plní své závazky). S větší mírou využití cizího kapitálu se zvětšuje finanční páka, která má za následek vyšší ziskovost kapitálu vlastního, ale obecně působí i směrem ke zvýšení rizikovosti společnosti jako celku. Velkou výhodou cizího kapitálu je existence možnosti využít zaplacených úroků (splátek leasingu) jakožto tzv. daňového štítu. Úroky se započítávají jako daňově uznatelný náklad firmy, čímž je snížen její zisk, a tedy i zaplacené daně.⁵

1.3.2 Optimální kapitálová struktura

Kapitálová struktura znamená strukturu strany pasiv rozvahy podniku. V případě, že se management zabývá optimalizací kapitálové struktury podniku, měl by zohledňovat několik aspektů. Mezi hlavní aspekty patří snaha o minimalizaci nákladů kapitálu, maximalizaci finanční stability a zachování kontroly nad společností pro současné vlastníky. Často je však hledáním optimální kapitálové struktury myšlena pouze optimalizace nákladů kapitálu.

„Teoreticky lze stanovit optimální kapitálovou (finanční) strukturu (optimální zadluženost) jako minimum celkových nákladů na podnikový kapitál (angl. Weighted Average Cost of Capital – WACC).“ Synek (2007, s. 56)

Výhradní zastoupení vlastního kapitálu představuje minimalizaci rizika a je spojeno s nižším čistým ziskem připadajícím na jednu akcii (není využita finanční páka, ani daňový štít).

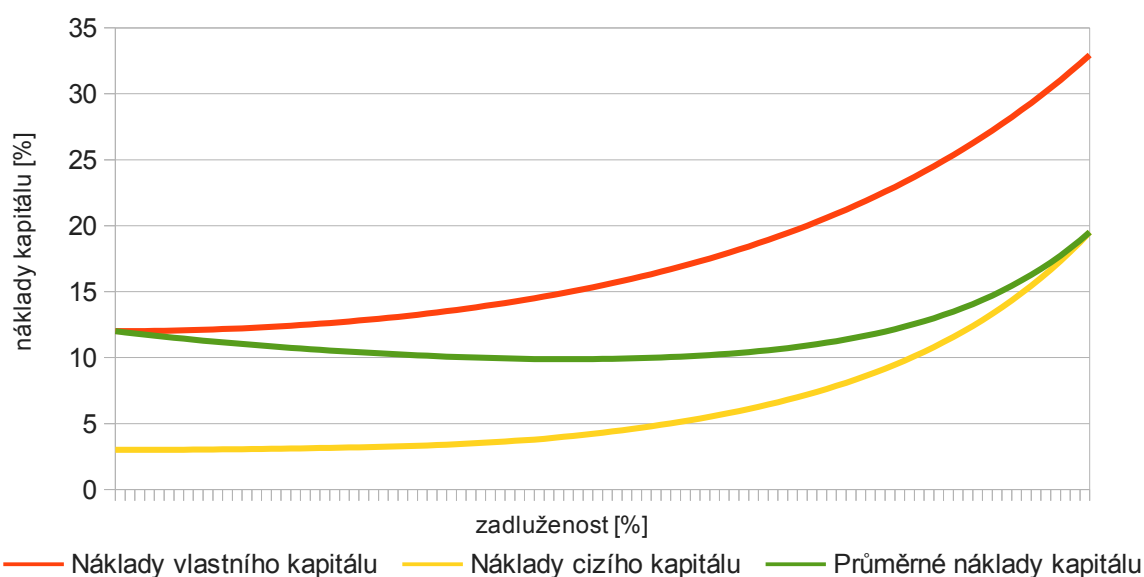
⁵ Alternativou nákladových úroků z přijatých úvěrů jsou dividendy, které jsou placeny z čistého zisku a jako daňový štít je využít nelze. V některých státech, včetně ČR podléhají dividendy dokonce dvojmu zdanění, kdy je rozdělený čistý zisk ve formě dividend dále zdaňován srážkovou daní 15 %.

Pro potenciální věřitele je půjčka dosud nezadluženému podniku relativně bezpečnou investicí. Tato skutečnost pro nezadlužený podnik obecně znamená možnost výhodných úvěrových podmínek. Racionální je tedy pro nezadlužený podnik zvýšit podíl cizího kapitálu. Tímto dochází k lepšímu využití vlastního kapitálu v důsledku finanční páky, využití daňového štítu, získání levnějšího zdroje financování a tedy i snížení vážených průměrných nákladů kapitálu.

Se stoupajícím zadlužením jsou věřitelé ochotni půjčovat podniku za stále vyšší úrokové míry. Se zvyšujícím se podílem cizího kapitálu se stává rizikovější i držba akcií a proto požadují rostoucí výnos i vlastníci. Zvyšování podílu cizího kapitálu přesto ještě nějakou dobu přispívá směrem k optimalizaci vážených průměrných nákladů kapitálu. Od určitého momentu však následně s každým novým dluhem vážené průměrné náklady kapitálu pouze rostou. Cílem optimalizace nákladů kapitálové struktury (podle WACC) je nalezení právě takového poměru vlastního a cizího kapitálu, kdy jsou náklady na financování minimální.

Výše popsané je možné shrnout heslovitě tak jako Synek (2007, s. 57):

- cizí kapitál je levnější než vlastní
- s růstem zadluženosti roste i úroková míra
- s růstem zadluženosti roste i požadavek akcionářů na vyšší dividendy
- cizí kapitál zlevňuje celkový kapitál pouze do určité míry zadluženosti



Obr. 1: Průměrné vážené náklady kapitálu v závislosti na zadlužení v modelu WACC

Zdroj: Autor

1.3.3 Finanční páka

Kapitálová struktura udává velikost finanční páky (financial leverage), která je dána poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem. Využití finanční páky v podnikání vede ke zvýšení výnosového potenciálu vlastního kapitálu. Pokud firma dosahuje zisku, s využitím finanční páky se zisk připadající na jednotku vlastního kapitálu multiplikuje. V opačném případě, kdy podnik hospodaří se ztrátou, se podobným způsobem multiplikuje i ztráta. Využití finanční páky tedy v zásadě zvyšuje výnosový potenciál vlastního kapitálu, na druhé straně však zvyšuje riziko podnikání.

V následující tabulce jsou uvedeny dvě situace ukazující dopad finanční páky. V prvním případě podnik dosahuje zisku 15 jednotek, v druhém dosahuje ztráty 5 jednotek. Obě situace jsou modelovány ve čtyřech verzích financování podniku různým zastoupením CK (0–80 %). Tabulka respektuje aktuální daň z příjmu právnických osob v ČR i aspekt zvyšujících se úroků požadovaných věřiteli při rostoucím riziku vyplývajícím z většího zastoupení CK.⁶

Kapitálová struktura	Vlastní kapitál	Cizí kapitál	EBIT	Úroková sazba	Úrok	Zisk nezdaněný	Daň (19%)	Zisk zdaněný	ROE
Pouze VK	100	0	15	3,00%	0,00	15,00	2,85	12,15	12,15%
80:20	80	20	15	3,00%	0,60	14,40	2,74	11,66	14,58%
50:50	50	50	15	4,50%	2,25	12,75	2,42	10,33	20,66%
20:80	20	80	15	8,50%	6,80	8,20	1,56	6,64	33,21%

Kapitálová struktura	Vlastní kapitál	Cizí kapitál	EBIT	Úroková sazba	Úrok	Zisk nezdaněný	Daň (19%)	Zisk zdaněný	ROE
Pouze VK	100	0	-5	3,00%	0,00	-5,00	0,00	-5,00	-5,00%
80:20	80	20	-5	3,00%	0,60	-5,60	0,00	-5,60	-7,00%
50:50	50	50	-5	4,50%	2,25	-7,25	0,00	-7,25	-14,50%
20:80	20	80	-5	8,50%	6,80	-11,80	0,00	-11,80	-59,00%

Tabulka 2: Výnosnost vlastního kapitálu v závislosti na využití CK

Zdroj: Autorem rozpracovaná předloha Brealeyho (2014)

⁶ Úroková míra 3 % p.a. při 20 % zastoupení CK koresponduje s aktuálními úroky požadovanými věřiteli společnosti Intel, která drží takto nízké zadlužení. Úrok 8,5 % koresponduje s úroky požadovanými věřiteli společnosti AMD, jejíž podíl CK tvoří 80 %.

Podle Brealeyho (2014) by společnost měla využívat finanční páky pouze v okamžiku, kdy je schopna půjčit si levněji nežli investoři sami. V případě, že si totiž investor může sám vzít úvěr za výhodnějších půjček nežli společnost, bylo by v jeho zájmu, aby se společnost dále nezadlužovala. Rozhodnutí o využití či nevyužití finanční páky by tak bylo ponecháno na investorech. V případě, že by konkrétní investor finanční páku považoval za nedostatečnou, může se vždy sám zadlužit a za získané prostředky nakoupit akcie.

1.3.3.1 Daňový štít versus náklady finanční tísně

Velikost zaplacených nákladových úroků ovlivňuje velikost daňového štítu. Brealey (2014) píše, že pokud by byli věřitelé ochotni půjčovat podniku libovolné částky za stále stejných podmínek a management by sledoval prostý cíl minimalizace průměrných nákladů celkového kapitálu, pak by bylo racionální získávat naprostou většinu kapitálu z cizích zdrojů - daňový štít by byl využit maximálně. Nehledě na to, že banky více zadluženým podnikům půjčují s vyšším úrokem, existují další aspekty odporující cíli maximalizace daňového štítu:

- Pro možnost uplatnění daňového štítu musí firma dosahovat zisku.
- Vyšší zastoupení CK podkopává stabilitu a velikost čistého zisku.
- Vyšší podíl CK zvyšuje pravděpodobnost finanční tísně a náklady s ní spojenými.

„Finanční tíseň nastává, když společnost nedodrží sliby věřitelům nebo když je dodržuje jen s potížemi. Finanční nouze někdy vede k úpadku. Někdy znamená bruslení na tenkém ledě. Jak uvidíme, finanční tíseň je nákladná. Investoři vědí, že zadlužené firmy se mohou do finanční nouze dostat a obávají se toho. Tyto obavy se promítají do aktuální tržní hodnoty cenných papírů zadlužené firmy.“ Brealey (2014, s. 546)

V důsledku je tak podle Brealeyho (2014) vhodné využívat možností daňového štítu jen do té míry, kdy není tato výhoda zastíněna náklady finanční tísně. V tom případě by byla snaha o vyšší zastoupení cizího kapitálu kontraproduktivní.

1.3.3.2 Hledisko zachování kontroly nad společností

Při optimalizaci kapitálové struktury by měl management hájit zájmy stávajících vlastníků a sledovat taktéž hledisko zachování kontroly nad společností. Vyšší poměr CK zvyšuje riziko pro věřitele, kteří s rostoucím zadlužením nepožadují pouze vyšší úrok, ale i určité záruky. Může se jednat o požadavek zvýšení seniority nových půjček, může se jednat o požadavek, aby byla určitým způsobem zastropována výše vyplácených dividend. Věřitelé mohou požadovat ručení konkrétními aktivy, které nemůže společnost v případě potřeby bez jejich svolení prodat, nebo může být věřiteli požadováno zastropování velikosti nebo rizikovosti investic. Vyšší zadlužení tak v důsledku může vést k částečné ztrátě kontroly nad společností – v zájmu zachování kontroly stávajících majitelů tak je udržovat podíl CK spíše nižší.

1.3.3.3 Časové rozložení kapitálové struktury

Základní poučka finančního řízení říká, že k financování dlouhodobých hmotných aktiv by měl být využíván kapitál dlouhodobý a k financování oběžného majetku by měl být využíván kapitál krátkodobý.

K financování dlouhodobých aktiv může být lákavé využití krátkodobého kapitálu, který je obecně levnější nežli kapitál dlouhodobý – takové počínání je však zásadním způsobem rizikové. Naproti tomu financování oběžného majetku dlouhodobým kapitálem je nevhodné.

Situaci, kdy podnik financuje oběžný majetek z větší míry taktéž z dlouhodobých zdrojů, nazývá Valach (1999) překapitalizováním podniku.⁷ V případě, že je dlouhodobý majetek z větší části financován krátkodobým kapitálem, mluví o podkapitalizování.

1.3.3.4 Diverzifikace kapitálové struktury

Dalším hlediskem optimalizace kapitálové struktury by měla být diverzifikace zdrojů financování, kdy zásadní riziko spočívá například v získávání cizího kapitálu ve formě úvěrů, nebo dluhopisů denominovaných v pouze jedné měně.

⁷ Výjimku tvoří část oběžných aktiv, která je v podniku přítomna trvale, u ní dává financování dlouhodobým kapitálem logický smysl.

1.3.3.5 Shrnutí optimalizace kapitálové struktury

Z výše uvedeného je zřejmé, že prosté sledování minimálních průměrných nákladů vlastního kapitálu je krátkozraké. Vedle minimalizace nákladů na financování společnosti existuje celá řada dalších hledisek, které jdou ve většině případů proti ideálu minimálních nákladů z celkového kapitálu. V praxi tak podnik bude sledovat zejména WACC, přičemž se bude snažit držet pod horní hranici zadlužení, v níž by nastávaly výše uvedené komplikace.

1.3.4 Formy financování

Rozhodování o formě financování má oproti rozhodování o uskutečnění konkrétní investice několik zásadních odlišností. Předně existuje nepřeberné množství strategií financování, které je dáno současným velmi konkurenčním a vysoce inovativním finančním trhem. Finanční rozhodnutí je možné oproti investičním rozhodnutím taktéž snadněji měnit. Podle Brealeyho (2014) je chytrým finančním rozhodnutím těžší vydělat peníze, nežli chytrým rozhodnutím o fyzické investici. *„Důvodem je to, že finanční trhy jsou více konkurenční, než trhy výrobků. Je proto obtížnější najít strategii financování s kladnou NPV než investiční strategii s kladnou NPV.“* (Brealey 2014, s. 399)

Dozajista však nelze říci, že rozhodnutí o investici je irelevantní. *„Interní zdroje financování někdy pokryjí potřeby financování investic. Častěji však nedostačují a společnost čelí nedostatku financí. K pokrytí tohoto schodku musí společnost buďto omezit výplatu dividend a zvětšit tak zadržený zisk, nebo musí získat peníze vydáním nového dluhu nebo akcií od dalších investorů.“* (Brealey, 2014, s. 430)

Vedení společností se tak musí rozhodnout jakou část investice bude financovat nerozděleným ziskem a odpisy, kdy bude emitovat nové vlastnické podíly a kdy přijme cizí financování. V případě cizího financování mají společnosti na výběr v zásadě přijetí bankovního úvěru, vydání dluhopisu nebo financování leasingem. Na dnešním vyspělém trhu kapitálu je další celá řada možností financování, avšak s ohledem na téma práce je však od specifitějších forem financování abstrahováno.

Vlastní zdroje financování (samofinancování)

Základní formou financování investičních aktivit podniku je financování kumulovaným nerozděleným ziskem a odpisy. Tato forma je oproti ostatním formám financování relativně nezávislá na aktuálním stavu kapitálového a úvěrového trhu. Zásadní nevýhodou samofinancování je omezený potenciál této formy financování v případě, že společnost registruje velké množství lukrativních investičních příležitostí a souhrnná potřeba kapitálu převyšuje výši dostupných kapitálových zdrojů. V tom případě společnost musí získávat zdroje financování vně společnosti. Společnost má při externím financování v zásadě dvě možnosti. Buď vydá nové akcie, nebo se zadluží.

Emise akcií

Emise akcií je jednou z možností jak získat dodatečný vlastní kapitál potřebný k financování investic. Investoři, kupující nově emitované kmenové akcie, se stávají podílníky společnosti, čímž se omezuje podíl stávajících vlastníků společnosti na jejím řízení⁸. Kapitál získaný emisí kmenových akcií se stává součástí vlastního kapitálu. Vlastní kapitál je nejdélhodobějším typem kapitálu. Z hlediska společnosti s ručením omezeným je ekvivalentním krokem k vydání akcií upsání nových vkladů, které vede ke zvýšení základního kapitálu společnosti.

Dluhové financování

V současném světě inovativních kapitálových a úvěrových trhů vzniká nepřehledné množství možností, jakým konkrétní způsobem může společnost financovat svoje aktivity za pomoci cizího kapitálu. V zásadě se však vždy jedná buď o určitou formu dluhopisů, přijetí bankovního úvěru nebo leasing.

V českém prostředí je vydávání dluhopisů privilegiem zejména zavedených velkých společností a obecně nejpoužívanější formou získávání cizího kapitálu je financování komerčními úvěry. Leasing je vedle toho velmi často využíván k financování movitého majetku jako jsou osobní a nákladní automobily, nebo stroje a zařízení. Podle české leasingové a finanční asociace tyto 3 kategorie tvořily v roce 2014 přibližně 87 %

⁸ Stávající akcionáři mají obvykle předkupní právo pro nově vydané akcie.

veškerých poskytnutých leasingů. V případě financování nemovitého majetku je leasing užíván jen okrajově.

Leasing má oproti bankovnímu úvěru několik výhod, mezi které Valach (2006) zařazuje například vyšší flexibilitu leasingu z hlediska možnosti rozložení splátek tak, aby například splátky kopírovaly výnosy z výroby. V důsledku využití leasingu tak podnik může lépe řídit svou likviditu. Rozložení splátek v čase může být z hlediska podniku daňově výhodnější nežli rozdělení odpisů investice v čase, přičemž taktéž slouží jako daňový štít. S ohledem na skutečnost, že banky dnes však běžně umožňují poměrně flexibilní splátkový kalendář, tento argument částečně ztrácí význam. Leasing však může pomoci snížit podstupované riziko spojené s prodlužováním doby výstavby, zvyšováním ceny investice nebo neplnění očekávaných parametrů projektu. Leasing taktéž opticky zlepšuje zadlužení společnosti.

Naopak nevýhodou leasingu oproti bankovnímu úvěru je obvykle jeho cena, užívací práva nájemce mohou být omezena a existuje riziko odebrání předmětu leasingu, stejně jako existuje nebezpečí bankrotu leasingové společnosti, který může znamenat vrácení majetku pronajímateli.

Ať už však společnost získá kapitál libovolnou formou, v zásadě vždy si management musí klást několik velmi podobných otázek. Při výčtu otázek, které si musí položit finanční manažer se obracím opět na Brealeyho (2014):

- Měla by si společnost půjčit dlouhodobě, nebo krátkodobě?
- Měla by být úroková sazba pevná, nebo flexibilní?
- Měla by si společnost půjčovat v národní měně, nebo v měně cizí?
- Měla by společnost dávat věřitelům speciální záruky?

Odpověď na tyto otázky není dopředu jednoznačná a vychází stejně jako volba mezi vydáním dluhopisu, přijetím úvěru, nebo financováním leasingem z investičního záměru, momentální pozice firmy a stavu jejího okolí.

2 Analýza současného stavu úvěrového trhu

Tato kapitola analyzuje současný stav úvěrového trhu a vytváří tak částečně podklad pro rozhodování o způsobu financování investičního projektu v praktické části práce.

2.1 Stručný popis současného stavu úvěrového trhu

Po velmi razantním snižování úrokových měr mezi lety 2009–2014 se nyní úrokové míry z komerčních úvěrů nachází na úrovních okolo 2 % p.a., přičemž bonitní klienti jsou schopni získat úvěr i za RPSN odpovídající 1,81 % p.a. (Hypoindex, Golemfinance) Úvěr s fixní úrokovou sazbou některé banky nabízí při stejném úroku jako úvěr se sazbou variabilní, z čehož lze usuzovat, že banky očekávají pokračování poklesu tržních úrokových měr.

Podle České bankovní asociace si české firmy v roce 2014 braly úvěry do 30 milionů za průměrný úrok 2,71 % p.a., tedy za nejnižší úrok v historii. Podle ČBA celkový objem komerčních úvěrů poskytnutých českými bankami meziročně vzrostl o 5,2 %, objem úvěrů poskytnutý nefinančním podnikům ve stejném období rostl o 1,2 %. V porovnání s obdobím mezi lety 2004–2008, kdy tento ukazatel rostl o 30 % p.a., lze v případě bankovních úvěrů mluvit o zásadním ochlazení, nicméně objem úvěrů nadále roste. (ČBA [online])

Poskytování nízko úročených úvěrů je možné vysvětlit především v kontextu tří faktorů. Nulových základních úrokových sazeb, nízkého meziročního vzestupu cen a taktéž zvýšené konkurence na úvěrovém trhu. Na politiku nulových úrokových sazeb (ZIRP - Zero interest rate policy) přistoupila většina západních bank v průběhu roku 2009 a drží ji dodnes. Nízká cenová inflace či deflace je typická pro téměř všechny zadlužené západní země v období po vypuknutí finanční krize. V EU se v průběhu posledních dvou let vzestup spotřebitelských cen měřený HICP pohybuje v průměru na úrovni 0,57 % p.a. (ECB)

Centrální banky ekonomického západu postupovaly v nedávné minulosti poměrně koordinovaně ve snaze zastavení deflačních tendencí v ekonomice. Po dosažení technicky nulových úrokových sazeb bylo další uvolňování monetární politiky realizováno formou kvantitativního uvolňování. Kvantitativní uvolňování (QE) spočívá nejčastěji v nákupu státních dluhopisů, ale i jiných aktiv, které jsou financovány nově vytvořenými penězi. QE lze sledovat v první řadě jako významný nárůst rozvahy CB. Důsledky těchto kroků lze spatřovat kromě obnovení úvěrové expanze taktéž ve všeobecném boomu na akciových a dluhopisových trzích.⁹

ČNB stejně jako hlavní světové centrální banky přistoupila k zavedení technicky nulových základních úrokových sazeb, načež však dlouho váhala s dalším uvolněním monetární politiky. Na konci roku 2013 však ČNB přistoupila k intervenci proti české koruně a zavázala se v dohledné době udržovat kurz české koruny na úrovních 27 Kč za € a nižších. ČNB tímto způsobem nejenže zabránila deflačním tendencím, snížila kupní sílu obyvatel a tak omezila import, ale především velmi úzce svázala kurz české koruny s kurzem eura. Ačkoli o tomto důvodu intervence vedení ČNB nemluví, domnívám se, že aktuální monetární politika souvisí taktéž s přípravami na přijetí eura a budoucí vstup do eurozóny.

Stav úvěrového trhu v ČR je tak nejen díky momentální politice ČNB, ale i díky struktuře exportů závislý především na politice ECB. V roce 2015 bude úvěrový trh v ČR proto s největší pravděpodobností ovlivněn především nadcházejícími rozhodnutími ECB a FED jakožto nejvýznamnější světové centrální banky. Obě zmíněné centrální banky udržují shodně prakticky nulové základní úrokové sazby a jejich rozvahy v posledních měsících nevykazují významnějších změn. Zatímco však FED v čele s Janet Yellen připravuje trh na plánované zvýšení základních úrokových sazeb v průběhu roku 2015, Mario Dragi v čele ECB mluví o zachování současných úrokových sazeb a velmi pravděpodobném navýšení rozvahy ECB k historickým maximům roku 2012.

To zdali ECB skutečně přistoupí opět ke kvantitativnímu uvolňování a FED po více než šesti letech skutečně začne zvedat základní úrokové sazby není jasné. Zatímco tak FED

⁹ Například akciový index S&P 500 po odražení od svého dna ze začátku roku 2009 roste průměrným ročním tempem +17,5 %. Ve stejném období Nasdaq + 21,5 % p.a., Nikkei 225 + 14,2 % p.a., DAX + 14,5 % p.a., FTSE + 8 % p.a..

deklaruje restriktivní monetární politiku, ECB chce monetární politiku uvolňovat. Při pohledu na devizové trhy lze usoudit, že trh proklamovanému záměru FEDu věří, což se promítá posilováním amerického dolaru proti naprosté většině, ne-li všem světovým měnám, ve čtvrtém čtvrtletí roku 2014. Při pohledu na významně klesající výnosy dluhopisů zemí eurozóny trh současně evidentně věří záměru ECB obnovit kvantitativní uvolňování.

Další zásadní aspekt, který se vážně promítá do makroekonomického prostředí, rozhodování centrálních bank a potažmo tedy i do stavu úvěrového trhu, je nedávný zásadní propad cen ropy na světových trzích v druhé polovině roku 2014. Zatímco tak v polovině roku byla cena ropy stabilní okolo 110 \$/barel, nyní si trh začíná zvykat na ceny pohybující se kolem 60 \$/barel. Klesající cena ropy vysílá do ekonomiky deflační tendence a mohla by zvýšit pravděpodobnost uskutečnění kvantitativního uvolňování ze strany ECB a zároveň oddálit moment, kdy začne FED zvedat úrokové sazby.

Výše zmíněné faktory charakterizující aktuální stav úvěrového trhu budou podrobněji rozebrány v následujících kapitolách.

2.1.1 Aktuální politika centrálních bank

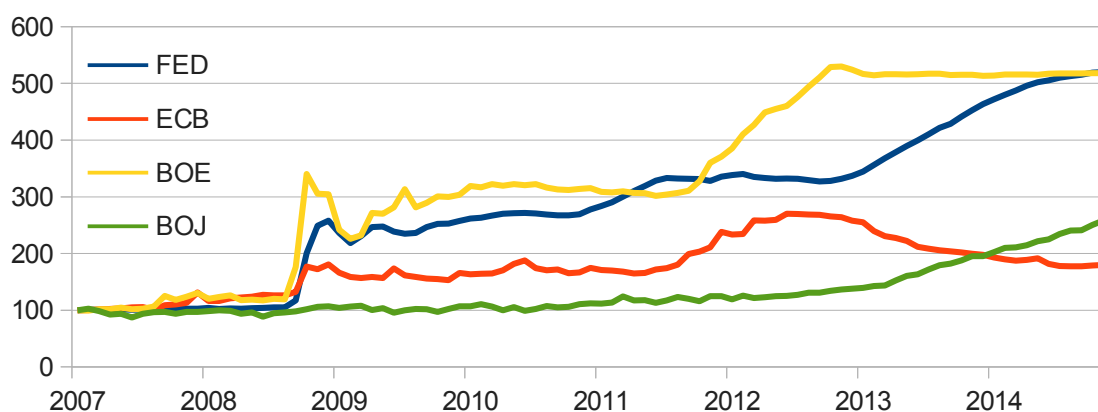
Když byla tato diplomová práce psána, FED teprve nedávno zastavil třetí kolo kvantitativní uvolňování (QE3)¹⁰. Listopad 2014 tak byl prvním měsícem po více než třech letech, kdy po většinu času FED nakupoval státní dluhopisy a cenné papíry kryté hypotečními listy v souhrnné hodnotě 85 mld. \$ měsíčně. Z posledního prohlášení guvernéry FEDu Janet Jellen ze 17.12.2014 vyplývá, že je americká centrální banka ochotná v případě dalšího pozitivního vývoje zaměstnanosti, hrubého domácího produktu a inflace, začít zvyšovat základní úrokové sazby v průběhu roku 2015. Dluhové cenné papíry naakumulované v posledních letech FED hodlá držet do splatnosti a výnos dále podobným způsobem reinvestovat. Velikost rozvahy se tedy v blízké budoucnosti bude držet pravděpodobně okolo úrovně 4,5 bilionů \$ (historického maxima).

¹⁰ Kvantitativní uvolňování (QE) je nestandardním monetárním nástrojem spočívajícím v nákupu různorodých aktiv centrální bankou za nově vytvořené peníze. QE je obvykle využíváno v momentě, kdy standardní monetární nástroje nepostačují k řízení ekonomiky. Bezprostředním dopadem kvantitativního uvolňování je nárůst rozvahy CB.

Evropská centrální banka (ECB) již přes dva roky snižuje svou rozvahu a aktuální hodnota 2 biliony € představuje přibližně 2/3 historického maxima dosaženého v polovině roku 2012. Podle posledního prohlášení Draghiho ze dne 4.12.2014 má ECB v plánu držet sazby nadále na úrovni 0,05 %, přičemž je pravděpodobné opětovné zahájení odkupů dluhopisů zemí eurozóny a dalších aktiv s cílem expanze rozvahy k úrovni roku 2012. Jako důvod těchto kroků uvádí vedení ECB systematické nedosahování 2% inflačního cíle a riziko spuštění deflační spirály.

Japonská centrální banka (BoJ) udržuje aktuální výši základních úrokových sazeb na 0,1 %, přičemž politiku technicky nulových úrokových sazeb ($< 0,5$ % p.a.) udržuje již od roku 1995. Navzdory výraznému oslabování jenu (v průměru o 13,5 % p.a. oproti USD během posledních třech let), rozšířila BoJ na konci roku 2014 program kvantitativního uvolňování o dalších 10 bilionů JPY na 80 bilionů JPY ročně. Rychlost odkupu státních dluhopisů ze strany BoJ v předcházejícím půl roce mírně převyšuje rychlost, jakou japonská vláda emituje nové dluhopisy. (BoJ, MMF) Veškerý nově vznikající japonský státní dluh je tak monetizován. Rozvaha japonské centrální banky díky odkupům v současnosti roste setrvalým tempem přesahujícím 35 % p.a., přičemž plánované omezení monetární expanze není ohlášeno.

Na následujícím grafu lze sledovat relativní změnu rozvahy nejvýznamnějších světových centrálních bank. Ačkoli nárůst rozvahy BoJ a ECB vypadá oproti FED a BoE nevýznamně, tato skutečnost je dána především výchozí úrovní rozvahy v roce 2007, kdy rozvahy ECB a BoJ již tvořily relativně větší podíl HDP. K začátku roku 2015 tvoří rozvahy následující podíl na HDP jednotlivých zemí: FED – 26 %, ECB – 20 %, BoE – 25 %, BOJ - 68 %. (FED)

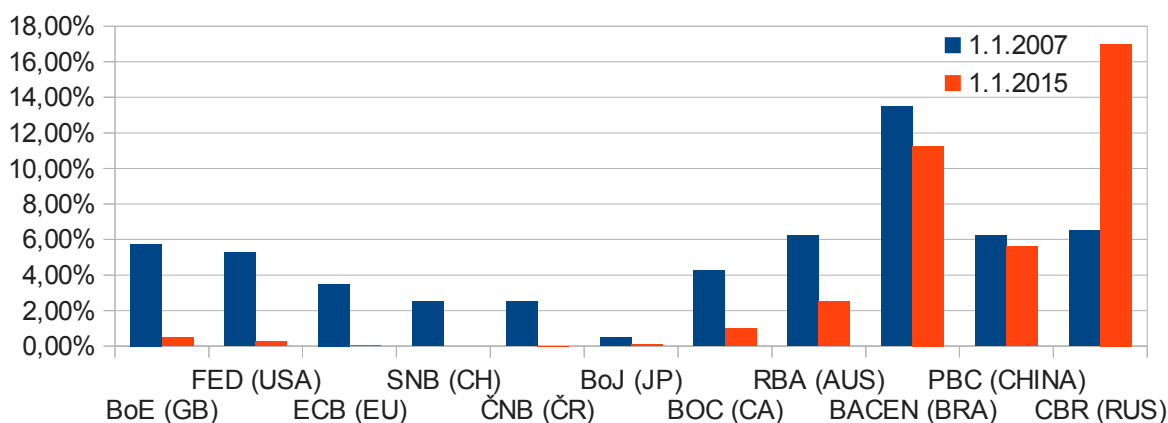


Obr. 2: Relativní změna rozvahy po roce 2007

(Zdroj: Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis)

2.1.1.1 Základní úrokové sazby

V porovnání roků 2007 a 2015 se základní úrokové sazby naprosté většiny centrálních bank snížily. V případě zemí „ekonomického západu“ šly základní úrokové sazby hluboce pod jedno procento. Politiky vyšších základních úrokových sazeb se dále drží země jako Brazílie, Rusko, Indie a Čína (BRIC).



Obr. 3: Základní úrokové sazby CB před a po vypuknutí krize

Zdroj: FED, ECB, BoE, BoJ, SNB, ČNB, BOC, RBA, BACEN, PBC, CBR

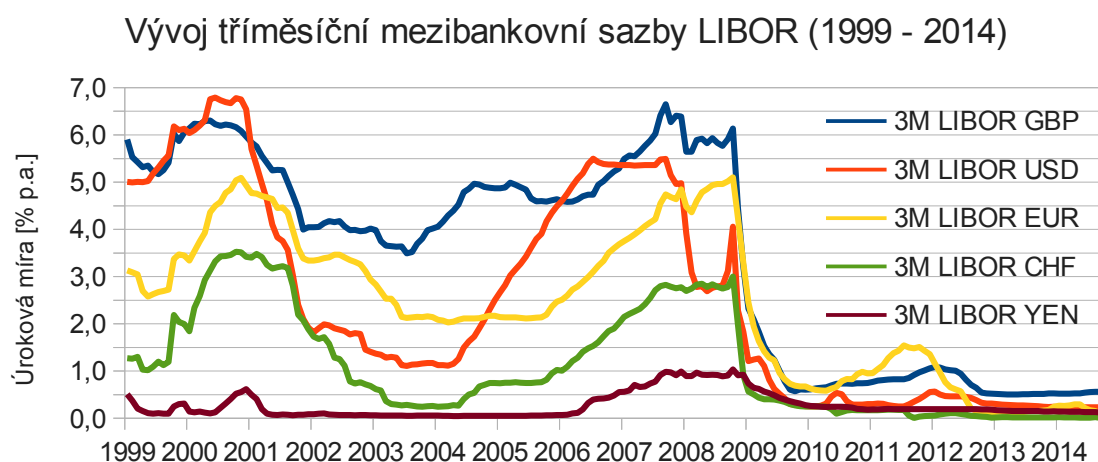
Země BRIC v současnosti bojují s vyšší avšak stále jednocifernou inflací. Zadlužené země „ekonomického západu“ se naopak často potýkají s nedosahováním deklarovaného inflačního cíle 2 % p.a.

V kontextu nedávných významných propadů cen ropy lze očekávat další tlak na pokles cenové hladiny. Tato skutečnost pravděpodobně povede k dalšímu uvolňování monetárních politik centrálních bank.

Skutečnost, že od roku 2008 hlavní centrální banky realizují vesměs velmi expanzivní monetární politiku, zprostředkovanou úrokovými sazbami blížícími se nule a současnými odkupy aktiv se projevuje v první řadě poklesem tržních úrokových měr.

2.1.2 Vývoj úrokových sazeb

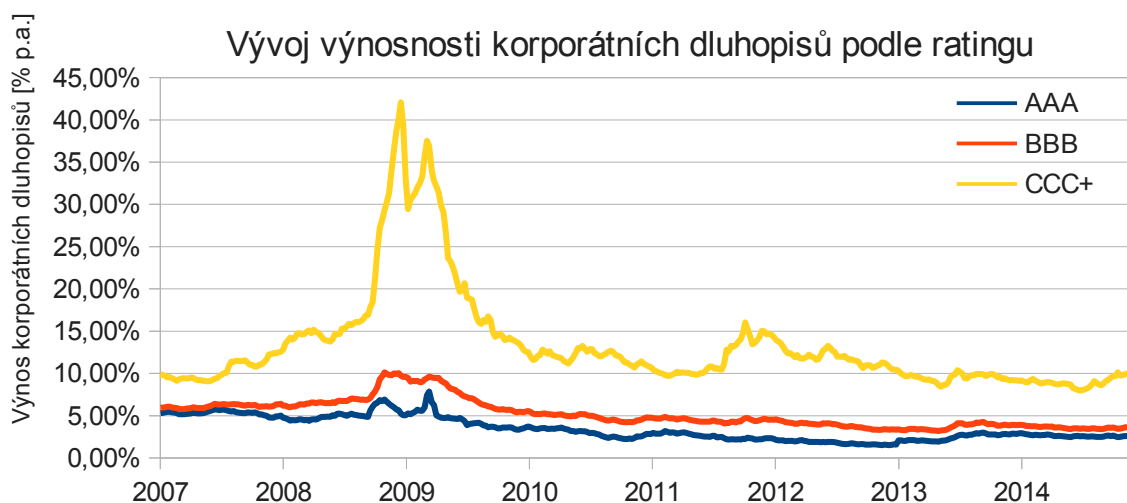
Mezibankovní úrokové sazby LIBOR se blíží stejně jako sazby centrálních bank blízko technické nule. Výše uvedený graf ukazuje úrokovou míru, za kterou jsou banky ochotny v dané měně půjčovat si navzájem ve tříměsíčním zápůjčním horizontu. Vývoj sazby LIBOR pro jednotlivé měny s mírnými odchylkami respektuje vývoj základních úrokových sazeb konkrétních centrálních bank. Úroková míra, za jejíž pomoci se dostává cizí kapitál do nefinanční sféry je vždy vyšší nežli mezibankovní úrokové sazby.



Obr. 4: Vývoj tříměsíční sazby LIBOR

Zdroj: Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis

2.1.2.1 Náklady cizího kapitálu v nefinanční sféře



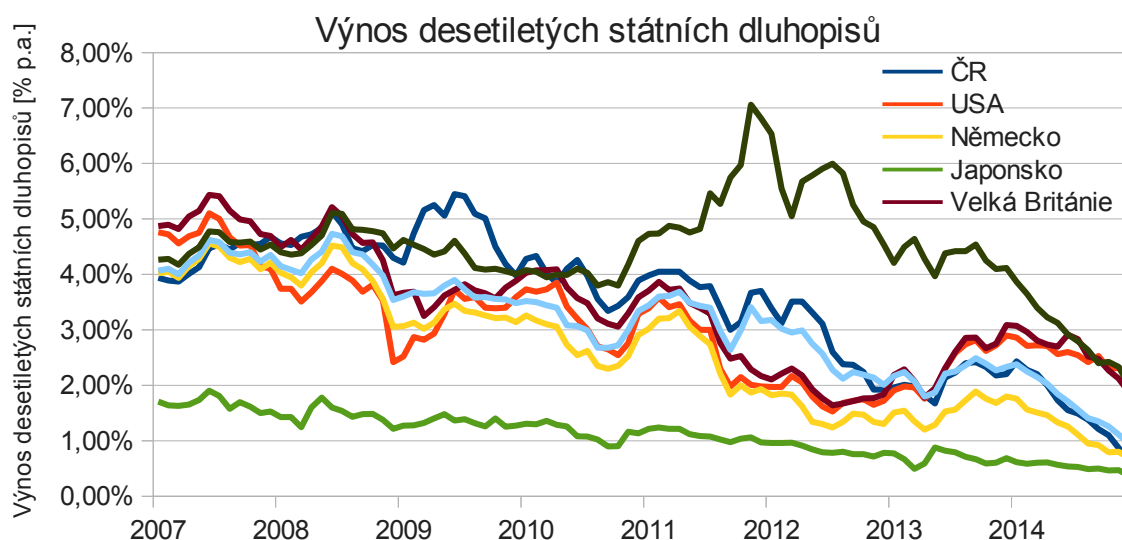
Obr. 5: Výnos korporátních dluhopisů podle ratingu

Zdroj: Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis

Vývoj podmínek financování pro nefinanční sféru je možné sledovat například za pomoci benchmarků vydávaných ratingovými agenturami nebo finančními institucemi. Benchmarky obvykle sledují výnos skupiny společností s podobným ratingem. Na grafu č. 5 lze vidět vývoj výnosu dluhopisů s ratingem AAA, BBB a CCC podle výpočtů společnosti Bank of America. V historickém posouzení prvotřídní společnosti (AAA) obsluhují svůj dluh obvykle s náklady mírně převyšujícími náklady států v nichž sídlí. Se snižující se úvěrovou bonitou společnosti samozřejmě klesá ochota investorů půjčovat a proto stoupá i investory požadovaný výnos.

2.1.2.2 Výnosy bezrizikových aktiv

Výnosy státních dluhopisů, velmi často braných za bezriziková aktiva, jsou nyní prakticky ve všech případech výrazně nižší nežli před finanční krizí v roce 2008. Zajímavou aktualitou je skutečnost, že české státní dluhopisy se aktuálně obchodují s nižší výnosem do splatnosti nežli dluhopisy Německa.



Obr. 6: Výnosy desetiletých státních dluhopisů

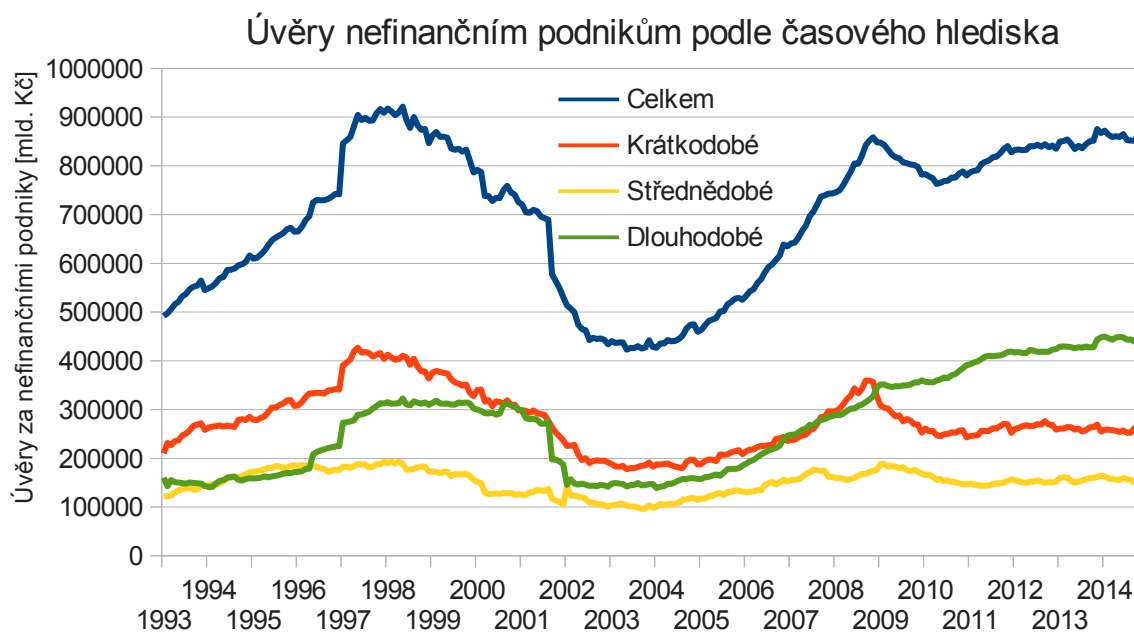
Zdroj: Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis

2.1.3 Bankovní statistika

Bilanční suma bankovního sektoru ČR na konci října 2014 činila 5 357 mld. Kč. Dominantní položkou aktivní strany bilance jsou úvěry poskytnuté rezidentům s objemem 3 151 mld. Kč. Objem vkladů rezidentů, tvořící nejvýznamnější položku pasiv bankovního sektoru, činil ve stejném okamžiku 3 487 mld. Kč. (ČNB)

Objem úvěrů poskytnutý nefinančním podnikům činil na konci října 864 mld. Kč, přičemž tato veličina zaznamenala meziroční nárůst o 1,5 %. Z hlediska trendů je možné sledovat přechod podniků k dlouhodobějšímu financování. Zatímco totiž během posledních sedmi let objem krátkodobých a střednědobých úvěrů klesá v průměru meziročně o 4,2 % p.a., ve

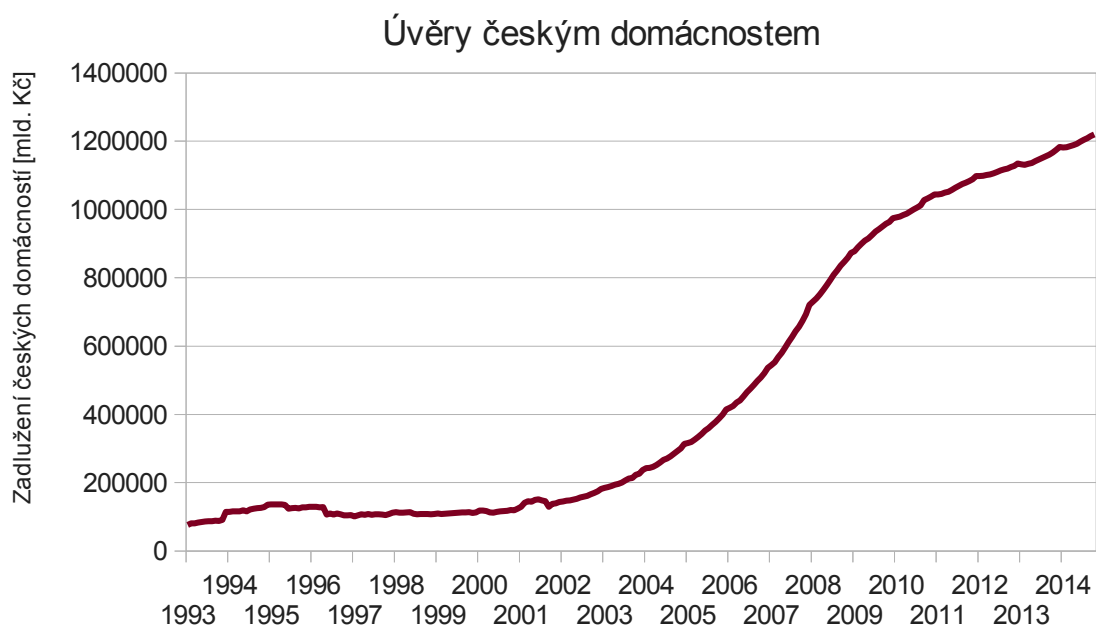
stejném období objem dlouhodobých úvěrů roste o 5,95 % p.a. Zatímco tak na začátku roku 2009 tvořily dlouhodobé úvěry 41,5 % celkových úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům, na konci roku stejný ukazatel dosahuje hodnoty 52,5 %.



Obr. 7: Úvěry nefinančním podnikům podle časového hlediska

Zdroj: ČNB

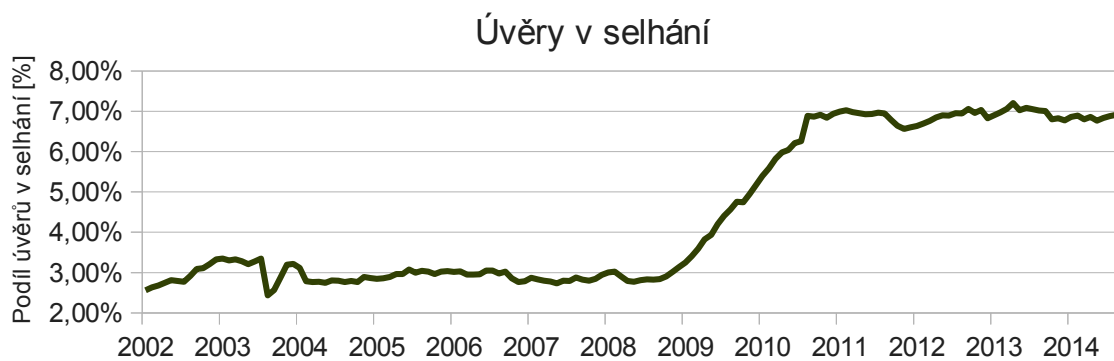
Zatímco aktuální zadlužení českých podniků v absolutních hodnotách odpovídá zadlužení v období na přelomu milénia, v případě zadlužení českých domácností absolutní zadlužení ve stejném období stouplo na více než desetinásobek, přičemž aktuálně dále roste meziročním tempem 4,56 %.



Obr. 8: Úvěry českým domácnostem

Zdroj: ČNB

Od konce roku 2010, kdy se procento úvěrů se selháním ustálilo, se jejich podíl špatných úvěrů drží konstatně okolo úrovně 7 %.



Obr. 9: Úvěry se selháním

Zdroj: ČNB

2.1.4 Závěr kapitoly analyzující úvěrový trh

Z hlediska úrokových měr panujících na trhu zápůjčních fondů je aktuální úvěrový trh ve skvělé kondici. O ne úplně dobrém stavu úvěrového trhu v případě ČR vypovídá opačným způsobem například podíl úvěrů se selháním. Problém s úvěry se selháním je však v první řadě problémem komerčních bank a nefinanční podnik nemusí v zásadě trápit.

Aktuální velmi nízké tržní úrokové míry jsou důsledkem především tří faktorů. Prvním faktorem je velmi uvolněná monetární politika centrálních bank, druhým faktorem je poměrně stabilní cenová hladina a třetím faktorem je samotný konkurenční boj komerčních bank v prostředí, kde firmy a domácnosti poptávají méně úvěrů, než by se dalo čekat při takto nízkých úrokových mírách.

Otázkou, kterou by si měl kterýkoli nefinanční podnik v aktuální situaci klást, je zdali bude úvěrová expanze i nadále pokračovat, případně v jaké míře. Další otázkou je, zdali budou tržní úrokové míry stabilní, budou dále klesat, nebo naopak růst. Tyto faktory ovlivní nejen náklady cizího financování konkrétního podniku, ale budou mít taktéž zásadní vliv na budoucí poptávku po produkci podniku a měly by být tedy zodpovězeny v rámci investičního rozhodovacího procesu.

Je velmi pravděpodobné, že dokud bude trvat velmi uvolněná monetární politika centrálních bank, bude taktéž pokračovat i úvěrová expanze a s ní spojené růstové trendy v ekonomice. Osobně se však domnívám že s očekávaným nástupem normalizace měnové politiky (tj. zastavení kvantitativního uvolňování a posunutí úrokových sazeb nenulovým úrovním) bude ekonomika strádat ekvivalentně k tomu, jakým způsobem byla ekonomika „podporována“ v obdobích uvolněné monetární politiky.

Je však třeba registrovat eventualitu, že nulové základní úrokové sazby se již staly novým normálem a současná monetární politika bude dlouhodobá. Důsledky takové skutečnosti lze jen těžko odhadovat, protože vyjma dvě desítky trvajících „japonského experimentu“ nemá současná ekonomie s takovým stavem zkušenosti. Lze však usuzovat, že by se takto vytvořil další prostor pro růst dluhů a vyšší dluhy by se staly svým způsobem udržitelnými.

V opačném případě, kdy centrální banky normalizaci monetární politiky nastoupí, se může snadno stát, že podniky realizující dnes nové investice financované úvěry s nízkým úrokem, budou v dohledné době stát čelem snižování poptávky po vlastní produkci způsobené kontrakcí úvěrů. Může tak být v důsledku problémem platit i tyto, byť historicky nízké splátky. V popsané situaci se obtíže podniků mohou spojit se zvyšujícími se splátkami úvěrů související s narůstajícími tržními úrokovými mírami.

Z mého hlediska je tak vhodné o aktuálním stavu úvěrového trhu, poskytujícímu velmi nízké úrokové míry, přemýšlet taktéž v kontextu toho, že prostor pro další snižování úrokových měr je minimální. Samozřejmě je zde stále prostor pro vzestup cenové inflace, což by z hlediska zadlužených subjektů, které mají fixovanou úrokovou míru na delší dobu, mohlo v budoucnu znamenat splácení úvěru se záporným reálným úrokem.

Možnou strategií pro investující podnik je tak využít současných podmínek na úvěrovém trhu a refinancovat úvěry tak, aby byla výhodná úroková míra fixována na co nejdelší možnou dobu. Spekulovat na další pokles tržních úrokových měr v sobě skrývá omezený potenciál a velká rizika v případě, že se centrální banky pod tlakem okolností rozhodnou zatáhnout za pomyslnou monetární brzdu a zvýší základní úrokové sazby.

Možným východiskem z aktuální situace, ve které je velmi nejasné, zdali bude v blízké budoucnosti nadále pokračovat růst objemu úvěrů v ekonomice, je vhodné v případě uvažování možných scénářů vývoje počítat i se scénáři pesimistickými a uvažovat jejich možný dopad do hodnocení plánovaných podnikových investic.

3 Investiční rozhodovací proces z hlediska reálného podniku.

Praktická část této práce se zabývá aplikaci teoretických koncepcí investičního rozhodovacího procesu na případu reálného českého podniku.

Informace v následující kapitole byly čerpány zejména z interních materiálů konkrétního podniku. Na přání vedení podniku bude velká část dat směřujících k identifikaci společnosti určitým způsobem změněna. Cílené drobné nepřesnosti byly nutnou podmínkou, za které byl management podniku ochoten spolupracovat. Snahou autora je zároveň vyhovět managementu podniku a zároveň minimalizovat nepřesnosti omezující vypovídající schopnost dosažených výsledků.

3.1 Popis společnosti

Den zápisu do obchodního rejstříku:	1.1.2004
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Liberecký kraj
Předmět podnikání:	sklářská výroba (bižuterie)

Vznik kořenů společnosti lze datovat do roku 1998, kdy bylo předmětem podnikání zakladatele budoucí společnosti broušení skleněných perlí na manuálním sklářském brusku. Vstupem výroby mu byly rumplované skleněné perle, výstupem takzvané „brusky“¹¹. Společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. vznikla oficiálně až v roce 2004 po tom, co původní majitel usoudil nevhodnost pokračování podnikání s právním statutem OSVČ.

Období před rokem 2003 spočívalo především v postupné vertikální expanzi výroby. Začala být provozována dvě poloautomatická mačkadla (maturovky) fungující nepřetržitě ve dvanáctihodinových směnách. Postupně byl rozvíjen komplexní řetězec činností

11 Konečnému produktu například v podobě hotového náhrdelníku, předchází celá řada procesů. Na začátku je tavba sklářských surovin a výroba sklářské hmoty, její lisování (mačkání) na stroji často nazývaném „maturovka“, zbavení otřepů, tzv. „šitlování“, vyhlazení v zařízeních podobajících se míchačce (rumplování), broušení na sklářských brusech, leštění formou přiblížení se kritické teplotě tání skla v pásové elektrické peci, případném pokovení, kontrole kvality a následném navlékání.

vedoucí od mačkání skleněných perlí, zbavení otřepů, dokonalejší vyhlazení, broušení, leštění, výstupní kontrolu, navlékání, až po konečnou distribuci. Část těchto činností byla zprvu z velké části zadávána sklářským firmám v okolí.

V polovině roku 2003 se společnost rozhodla k riskantnímu kroku a formou bankovních úvěrů získala v poměru k vlastnímu kapitálu významný objem cizího kapitálu. Výrobní kapacita byla skokově navýšena, množství manuálních brusů se zvýšilo na 15 kusů a na dvojnásobek byla rozšířena kapacita mačkání. V menším rozsahu byly rozšířeny rumplovací kapacity a pořízena byla kontinuální elektrická leštící pec. Podíl cizího kapitálu bezprostředně po skokové expanzi výroby tvořil 65 % celkového kapitálu.

Mezi lety 2004 a 2006 společnost velmi dobře prosperovala a zisk společnosti se zvýšil na více než dvojnásobek. Zadlužení se dařilo postupně snižovat, přičemž cizí kapitál tvořil v roce 2006 již jen 24 % celkového kapitálu. Veškerý zisk byl reinvestován, byla zřízena technologie ploškování a pokovování. Další investice směřovaly do uzpůsobování výrobních prostor v zájmu umožnění budoucí expanze výroby.

V období po roce 2006 přicházely první známky slábnutí poptávky po produkci společnosti. V této nejisté době byly realizovány pouze nutné investice do obnovy strojů. Krátkodobým cílem společnosti byla eliminace zadlužení. Stávající poptávku byla společnost schopná uspokojovat dosavadními kapacitami. Vznikala obava z možného pokračování poklesu odbytu a před společností stála výzva rozšíření distribučních kanálů, stavby vlastní prodejny a vytvoření eshopu.

Po vypuknutí finanční krize společnost musela reagovat stejně jako konkurence zásadním propouštěním zaměstnanců. Zatímco v roce 2006 společnost zaměstnávala okolo 50 zaměstnanců, v roce 2007 jich zbylo jen 20. Broušení skleněných perlí bylo omezeno přibližně na 1/3 původního objemu produkce, přičemž ostatní podnikové činnosti zůstaly víceméně zachovány. Zisk v roce 2006 činící 7,5 mil. Kč se změnil na ztrátu 200 tis. Kč v roce 2007 a její prohloubení na 2,3 mil. Kč roce 2008. Stěžejní činností managementu v tomto období bylo hledání způsobu vytižení výrobních kapacit. Byl zřízen eshop, kamenná prodejna přidružená k výrobě a podařilo se nalézt nové odbytové kanály.

Sklářské podniky v tomto období všeobecně utrpěly významné ztráty, přičemž velká část dosavadní konkurence podniku zkrachovala. Svoji činnost ukončilo například i nedaleké Železnobrodské sklo a.s., podnik jež zaměstnával v roce 2005 okolo 500 zaměstnanců. Na trhu se tak po roce 2008 objevilo velké množství pracovní síly znalé v oboru sklářské výroby, což mělo z hlediska podniku za následek velmi pozitivní vývoj mzdových nákladů.

Společnost byla v roce 2007 financována již téměř výhradně vlastním kapitálem (90 %), což se v průběhu krize projevilo jako zásadní výhoda. Probíhající likvidace konkurenčních podniků v okolí byla velkou příležitostí pro prakticky nezadlužený podnik, který byl v průběhu následujících let schopen za diskontní ceny nakupovat výrobní zařízení z uzavřených konkurenčních výrobních provozů. Firmě SkleněnéKorálky, s.r.o. se podařilo do roku 2010 za velmi výhodných podmínek nakoupit 8 poloautomatických sklářských brusů. Společnost adekvátně navýšila rumplovací kapacity a dokoupila další dva poloautomatické stroje na mačkání surových perlí. Cizí kapitál tvořil po uskutečnění těchto investic stále pouze kolem 18 % celkového kapitálu.

V důsledku hospodářské krize společnost upevnila svoji pozici na trhu, částečně zautomatizovala výrobu a stabilizovala zisk. Poloautomatické prvky výroby začaly fungovat soustavně ve dvou směnách, pět dní v týdnu. Investice do manuálních brusů byly udržovány na nutném minimu, přičemž jejich kapacita byla vytížena mimo špičky přibližně jen z 30 %. Rezervní výrobní kapacita ztělesněná v nevyužívaných manuálních brusech umožňovala poměrně flexibilně reagovat na výkyvy v poptávce po produkci společnosti. Momentálně poptávka po stávající produkci společnosti mírně slábne za současného snižování ziskových marží.

SkleněnéKorálky, s.r.o. vyrábí aktuálně kolem třiceti typů skleněných perlí ve více než 100 barevných provedeních s možností pokovu a jiných speciálních úprav. Pro rok 2015 očekává společnost objem prodané produkce ve výši 70–80 t broušených skleněných perlí různých druhů. Opět pouze minimálně zadlužená společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. dnes zaměstnává stabilně kolem 35 zaměstnanců a zvažuje možnosti budoucí expanze. Výše uvedené údaje lze v krátkosti shrnout tabulkou č. 3.

	Velikost daného ukazatele v rozvaze či výsledovce k 31.12. [tis. Kč]				
	DM	OM	CK	Tržby	Zisk
2004	1 713	8 181	6 269	21 810	2 004
2005	3 921	14 351	8 459	43 281	6 188
2006	4 345	18 580	5 581	53 435	7 560
2007	3 543	12 992	1 765	21 416	-191
2008	2 469	11 324	1 344	12 150	-2 330
2009	2 169	13 953	2 278	18 898	1 395
2010	4 299	17 413	3 873	37 058	3 993
2011	5 343	18 710	2 454	29 188	3 667
2012	7 259	21 079	3 449	28 571	3 451
2013	8 440	23 727	5 708	29 800	2 003
2014*	8 900	24 000	6 000	25 000	1 200

Tabulka 3: Výbrané údaje z účetní rozvahy a výsledovky

Zdroj: Účetní výkazy společnosti SkleněnéKorálky, s.r.o.

3.2 Investiční inspirace

Společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. je zásadním způsobem závislá především na čtyřech výrobních vstupech, jimiž jsou elektrická energie, zemní plyn, lidská práce a sklářská surovina v podobě mačkářských tyčí. Zatímco náklady za první tři vstupy se po roce 2008 vyvíjely z hlediska podniku pozitivním směrem, poměrně negativním způsobem na podnik působí plíživé zvyšování cen mačkářských tyčí, což má dopad zejména na snižování ziskové marže.

Na českém trhu momentálně působí v zásadě 2 podniky, které zásobují český trh skleněnými mačkářskými tyčemi. Významnější z těchto dvou společností, společnost TavbaSkla, a.s. působí v pozici cenotvůrce, přičemž menší společnost LevnějšíTyče, s.r.o., kopíruje její cenovou politiku s cenovým diskontem přibližně 5 - 10 %.

Společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. je téměř ze 100 % závislá na dodávkách sklářské suroviny (mačkářských tyčí) od společnosti TavbaSkla, a.s.. Důvodem proč odebírá od dražšího dodavatele jsou především poměrně konstantní fyzikální vlastnosti skla. Se společností LevnějšíTyče, s.r.o. společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. dříve spolupracovala, byl však zaznamenán výrazný nárůst zmetkovitosti a přes vyjednané ceny, které byly

až o 15 % nižší nežli v případě dražší konkurence, se společnost LevnějšíTyče, s.r.o. dlouhodobým partnerem nestala¹².

V momentě, kdy společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. hledala dodavatele v zahraničí, byli dodavatelé buď nepoměrně dražší nežli společnost TavbaSkla, a.s., nebo nesplňovali kvalitativní standardy. Barevně stálé dodávky většího rozsahu za výhodnou cenu byla schopná poskytnout v zásadě pouze čínská konkurence, ta však nesplňovala standardy co se do obsahu určitých chemických příměsí týče¹³. Společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. realizuje více než polovinu odbytu ve Spojených státech amerických a jelikož jsou zde normy na tyto příměsi poměrně přísné, čínský dodavatel sklářské suroviny se partnerem SkleněnéKorálky, s.r.o. výhledově taktéž nestane.

Zůstává tak opět pouze jediný možný dodavatel, společnost TavbaSkla, a.s., která obsluhuje naprosto zásadní část českého trhu a svého výsadního postavení si je pravděpodobně plně vědoma. Společnost TavbaSkla, a.s. v důsledku toho zvedala ceny mačkářských tyčí mezi lety 2006 a 2014 v průměru o 4,7 % ročně¹⁴. Pokud se na trhu neobjeví vážnější konkurence, je velmi pravděpodobné, že společnost TavbaSkla, a.s. bude v této cenové politice pokračovat i nadále.

3.3 Investiční záměr

V kontextu aktuální pozice společnosti a vizí jejího budoucího vývoje byla vybrána řada menších investičních záměrů, jejichž analýzou se tato práce nezabývá. Předmětem práce je analýza uvažované zlomové investice spočívající ve stavbě kontinuální celoelektrické sklářské pece, která by byla schopná produkovat až 2 tuny sklářské hmoty denně. Tato investice by představovala pro firmu logické vyústění předchozí vertikální integrace

12 Přizpůsobení se kolísajícím fyzikálním vlastnostem vstupní suroviny by bylo možné kompenzovat větší angažovaností techniků seřizovačů. Druhým faktorem, který se však snadno obejít nedá, je požadavek barevné stálosti. Pokud společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. expeduje zásilku většího objemu významnému zákazníkovi, tento obvykle požaduje precizní barevnou jednotnost celé zásilky. V případě surovinového vstupu ze strany LevnějšíTyče, s.r.o., je však barevná jednotnost ve větších šaržích nemožná.

13 Z hlediska norem USA jsou ve skle problematické jsou příměsi olova, kadmia a šestimocného chromu.

14 Nákupní ceny nejčastěji poptávaných barev skla: barva krystal 25 Kč/kg (2006) - 37 Kč/kg (2014); barva alabastr 31 Kč/kg (2006) - 39 Kč/kg (2014); barva černá 27 Kč/kg (2006) - 44 Kč/kg (2014). Dlouhodobě nejdražší barvou je sytá růžová 270 Kč/kg (2006) - 350 Kč/kg (2014).

výrobního procesu. Nově by prvotním vstupem celého řetězce výroby přestaly být mačkářské tyče¹⁵, které by byly nahrazeny sklářským kmenem¹⁶.

Společnost si od investice slibuje solidní rentabilitu vyplývající ze synergie s dosavadní činností společnosti. Velkým přínosem investice by mělo být omezení závislosti společnosti na současném dominantním dodavateli sklářských tyčí. Realizací investice by se společnost stala čistým producentem sklářské hmoty, která dosud tvořila přibližně polovinu vstupních nákladů společnosti. Projekt počítá zároveň se stavbou 6 automatických mačkadel, které by taveninu vytékající z pece přímo měnily na mačkanice (skleněné korálky).

Souhrnnou investici v prvním kalendářním roce lze uvažovat ve výši 38 100 000 Kč. Od spuštění by měla pec fungovat nepřetržitě po dobu pěti let a produkovat v průměru kolem 47 t skla (23,5 t skleněných perlí různých velikostí) měsíčně.

3.3.1 Technické aspekty investice

Předmětem práce není důsledná analýza veškerých technických aspektů investice, přesto je nutné analyzovat faktory, které mají v důsledku velmi významný vliv na očekávané cashflow projektu.

Projekt počítá se stavbou celoelektrické kontinuální sklářské pece, pořízením kmenárny, feederu a 6 automatických mačkadel. Projekt zároveň počítá s vybudováním elektroinstalační infrastruktury, rozšířením skladu a dalšími stavebními úpravami, komplexním řešením odsávání a filtrace vzduchu a nákupem potřebného příslušenství.

Doba potřebná ke spuštění pece od závazného rozhodnutí o investici se odhaduje na 8 měsíců. Uvažované pětileté životnosti pece lze dosáhnout pouze za předpokladu nepřetržitého provozu.¹⁷

15 Sklo vstupuje do výrobního procesu ve formě mačkářských tyčí, které se obvykle vážou do otepí po 20-ti kg. Cena mačkářských tyčí se v průměru pohybuje mezi 40 - 50 Kč/kg v závislosti na barvě skla.

16 Základní suroviny, které obsahuje sklářský kmen jsou: skleněné střepy, sklářský písek, oxid vápenatý, sodný a draselný. Cena sklářského kmene pro přípravu skla barvy krystal se aktuálně pohybuje okolo 20 Kč/kg.

17 V případě nutnosti pec vypnout je třeba nechat pec pozvolna vychladnout. I při ideálním průběhu chladnutí znamená vypnutí pece zásadní zásah do její životnosti.

Lze počítat s denní produkcí v rozsahu 1,3–2 t skla, přičemž 1,3 t skla denně je úroveň minimální produkce. V případě maximální produkce lze počítat se stabilním příkonem pece 125 kWh. Technologicky optimální je dlouhodobější tavba jedné barvy skla (alespoň po dobu dvou měsíců). Je také nutné postupovat od tavby čirého skla (krystal) přes světlé barevné tóny, po tmavé barevné tóny, k tavbě černého skla, kterou obvykle životní cyklus pece končí. Ve středním scénáři je počítáno s produkcí jedné barvy po dobu tří měsíců, přičemž po změně barvy je daný měsíc kalkulována vždy třetinová produkce. Lze tedy očekávat tvorbu výrazných skladových přebytků skla momentálně vyráběné barvy při současné neschopnosti vyrábět celé spektrum barev. V tomto kontextu lze zcela určitě vyloučit scénář úplné nezávislosti společnosti na dodávkách mačkářských tyčí od dosavadního dodavatele.

Projekt počítá s dodatečnou pracovní silou představovanou deseti řadovými zaměstnanci a jedním technologem. Řadoví zaměstnanci by měli fungovat ve dvousměnném nepřetržitém provozu a měli by mít na starost hladký průběh výroby včetně logistiky a běžného seřizování strojů. Souhrnný časový fond pracovních zdrojů je kalkulován na 1760 hodin měsíčně. V kterýkoli okamžik by měli být přítomni ve výrobě vždy alespoň dva zaměstnanci.

60 tun měsíční produkce pece bude při plné produkci pomocí šesti mačkadel po „ošitlování“ transformováno v průměru na 30 t perlí, 29 t broku a 1 tunu odpadního prachu¹⁸. Poměr broku ku tvaru se může měnit v závislosti na tvaru perle a na seřízení strojů. 29 t broku se vrací zpět do pece spolu se sklářským kmenem. Měsíční dodávky kmene tak lze kalkulovat na 31 t x 30, tj. 930 t.

Očekává se, že společnost bude schopna z dlouhodobého hlediska stávajícími kapacitami zbavovat broku veškerou produkci vznikající v šesti automatických mačkadlech připojených k peci. Zbytek výrobního řetězce však má kapacitu přibližně třetinovou, z čehož vyplývá nutnost přibližně dvě třetiny vyprodukovaných mačkanic uskladnit a následně prodat na trhu ve formě meziproduktu. Projekt proto počítá se

¹⁸ Poměr broku vůči tvaru, tedy poměr otřepů vzniklých mačkáním vůči žádoucím perlím tvoří přibližně 1/2. V závislosti na velikosti mačkaných perlí a seřízení stroje se tento poměr může měnit. Pro další výpočty je však v této práci použito 50 % odpadu.

zvýšením kapacity vlastního skladu o 300 t. V případě nutnosti uskladnění většího množství suroviny je počítáno s využitím externích skladových kapacit.

3.3.2 Obchodní aspekty investice

Lze očekávat, že společnost bude schopná stabilně nacházet odbyt pro přibližně 6 tun broušených perel měsíčně (což odpovídá ekvivalentu měsíční spotřeby 8 tun mačkanic). Otázka zní, jak společnost naloží s nespotřebovaným přebytkem kontinuální výroby mačkanic na úrovni 22 tun měsíčně.

Ideální by bylo, kdyby byla společnost schopná většinu nadbytečné produkce mačkanic průběžně prodávat. Nelze však očekávat, že aktuálně produkováná barva bude nacházet vždy uplatnění na trhu. Naopak lze uvažovat, že z počátku bude prodejnost skladových zásob nízká (z důvodu existence jediné barvy) a s přibývajícím spektrem barev skla ve skladových zásobách bude narůstat i schopnost podniku prodávat tyto zásoby. Vzhledem k tomu, že není z důvodu rozsahu práce žádoucí se pouštět do hlubokých analýz poptávky po jednotlivých barvách skla, byly přijaty zjednodušující předpoklady pro střední scénář vývoje.

Společnost bude ve středním scénáři schopná zpracovávat 8 t mačkanic měsíčně a výstup prodávat na trhu. Z hlediska cashflow bude vnitropodnikový převod produkce oceňován v tržních cenách.¹⁹ Zbylých 22 tun mačkanic, které není společnost schopna spotřebovat bude ukládat na skladě. Ve středním scénáři bude společnost schopná prodat 2 % celkových skladových zásob. Zásoby přesahující 300 t budou muset být uskladněny v externím skladu za cenu 300 Kč / tunu / měsíc.

¹⁹ Aktuální tržní cena vyliisovaných ošitlovaných perli průměrné barvy v běžné velikosti 8mm se pohybuje okolo 145 Kč/kg.

3.3.3 Finanční aspekty investice

Odhad počáteční investice činí 38,1 mil. Kč a obnáší následující položky:

Pořízení kontinuální celoelektrické sklářské pece	19 mil. Kč
Pořízení 6 automatických mačkadel	6 mil. Kč
Pořízení kmenárny a feederu	5,5 mil. Kč
Rozšíření vlastního skladu a další stavební úpravy	4,5 mil. Kč
Komplexní elektro-infrastruktura	1,5 mil. Kč
Investice do odsávání a filtrace, splnění ekologických norem	0,7 mil. Kč
Příslušenství	0,5 mil. Kč
Předinvestiční náklady	0,4 mil. Kč
<i>Zůstatková hodnota zařízení k 1.1.2021 (v cenách roku 2016)</i>	<i>7,5 mil. Kč</i>

Očekávané provozní náklady (měsíčně):

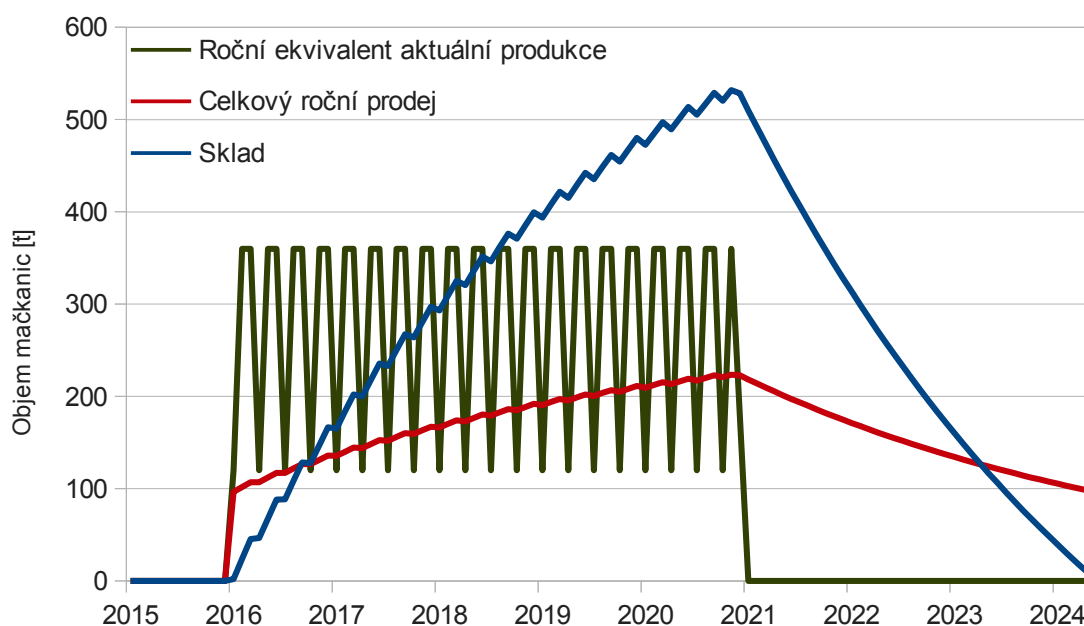
Náklady na pořízení sklářského kmene	620 000 Kč
Náklady za elektrickou energii	350 000 Kč
Mzdové náklady (suma superhrubých mezd)	283 000 Kč
Údržba, opravy a seřizování	85 000 Kč
Dodatečné náklady spojené s prodejem produkce	80 000 Kč
Náklady spojené s vlastním skladováním produkce	40 000 Kč
Ostatní měsíční náklady související s investicí	15 000 Kč
Náklady spojené s externím skladováním produkce	300 Kč / t

Očekávané výnosy (měsíčně):

Interní měsíční prodej mačkanic (8 tun měsíčně při 145 Kč/kg)	1 160 000 Kč
Externí prodej mačkanic (145 Kč/kg)	2 % skladu

3.4 Stanovení očekávaného cashflow

Nejprve byl pro tzv. střední scénář vycházející z výše uvedených předpokladů vypočítán vývoj skladu, prodejů a produkce v naturálních jednotkách (viz. Obr. č. 10). Posléze byly za výše uvedených předpokladů a očekávané 2% meziroční neutrální²⁰ inflace stanoveny měsíční tržby, výrobní a ostatní náklady. Z tržeb byla vyvozována změna pracovního kapitálu²¹ a veškeré veličiny byly agregovány do tabulky vyjadřující roční veličiny (viz. Tab. č. 4). Bylo stanoveno lineární odepisování a byly spočítány příslušné zisky pro jednotlivé roky. Na základě 19% daně pro právnické osoby byly stanoveny daně z příjmu. Posléze bylo možné přejít k výpočtu cashflow v jednotlivých letech. Pro ilustraci byla arbitrárně zvolena diskontní míra odpovídající 10 % p.a.



Obr. 10: Produkce, prodeje a skladové zásoby ve středním scénáři

Zdroj: Autor

20 Neutrální inflace = inflace zasahující shodně vstupy i výstupy produkce.

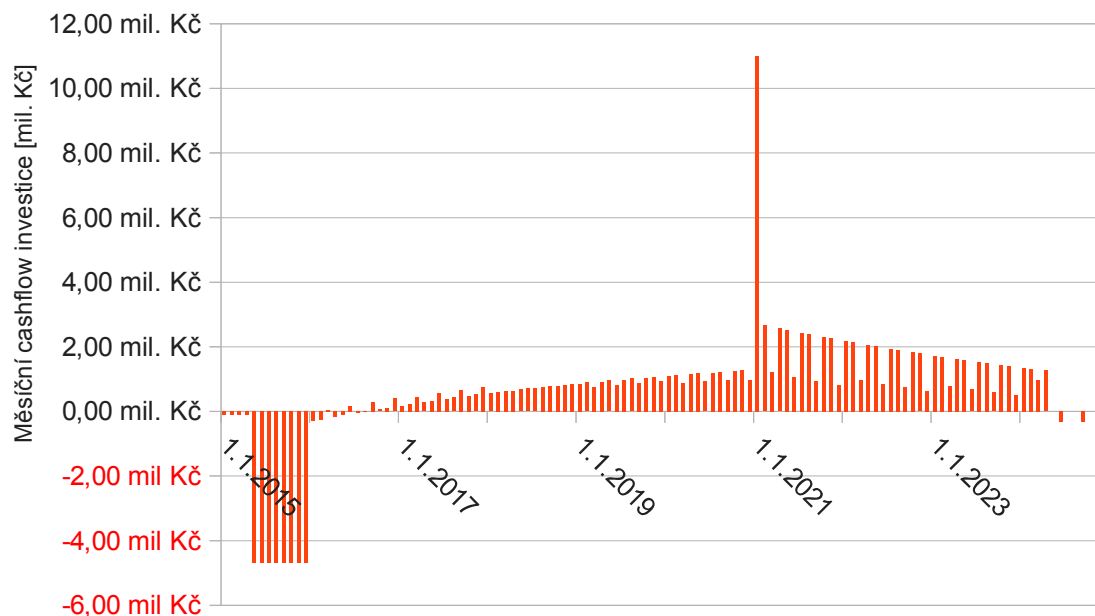
21 Výše pracovního kapitálu byla kalkulována na úrovni 10 % aktuálních ročních tržeb.

	[tis. Kč]										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2 022	2 023	2 024	2 025
1 Kapitálový výdaj	-37 200	0	0	0	0	0	8 267	0	0	0	0
2 Výrobní náklady	0	-15 176	-15 479	-15 789	-16 105	-16 427	0	0	0	0	0
3 Ostatní náklady	-900	-2 664	-2 717	-2 947	-3 325	-3 631	-2 089	-1 709	-1 739	-587	0
4 Změna pracovního kapitálu	0	-1 711	-558	-465	-390	-326	288	631	505	1 306	720
5 Odpisy	0	4 092	8 277	8 277	8 277	8 277	0	0	0	0	0
6 Tržby	0	17 105	22 688	27 337	31 241	34 505	31 626	25 314	20 262	7 198	0
7 Zisk před zdaněním (6-5+3+2)	0	-4 826	-3 785	324	3 535	6 170	29 538	23 605	18 523	6 611	0
8 Daň z příjmu (7*0,19)	0	-917	-719	62	672	1 172	5 612	4 485	3 519	1 256	0
9 Zisk po zdanění (7-8)	0	-3 909	-3 066	263	2 863	4 998	23 925	19 120	15 004	5 355	0
10 Provozní cashflow (6-3-2)	-900	-2 445	3 933	8 136	11 421	14 121	29 825	24 237	19 028	7 917	720
11 Čisté cashflow (10+4-1)	-38 100	-3 238	4 094	7 610	10 359	12 622	32 768	20 383	16 014	7 968	1 440
SUMA CF	-38 100	-41 338	-37 244	-29 634	-19 275	-6 653	26 115	46 498	62 512	70 479	71 919
Diskontní faktor (ilustrativní)	1,000	1,100	1,331	1,464	1,611	1,772	1,949	2,144	2,358	2,594	2,853
DCF	-38 100	-2 944	3 076	5 198	6 432	7 125	16 815	9 509	6 792	3 072	505
SUMA DCF	-38 100	-41 044	-37 968	-32 770	-26 338	-19 213	-2 398	7 111	13 902	16 974	17 479

Tabulka 4: Agregace vypočítaných údajů v ročním přehledu a výpočet cashflow

Zdroj: Autor

Následující graf (Obr. č.11) zobrazuje očekávané cashflow středního scénáře v jednotlivých měsících. Vliv daní je zohledněn v čtvrtletních zálohových platbách.



Obr. 11: Zobrazení očekávaného vývoje měsíčních cashflow ve středním scénáři

Zdroj: Autor

Z počátku roku 2015 lze očekávat řadu záporných cashflow, která představuje kapitálovou investici ve své sumě činící 38,1 mil. Kč. Spuštění pece je plánováno na 1.1.2016, přičemž z počátku roku projekt pokračuje v generování záporného cashflow především z důvodu nedostatečných prodejů (viz. předpoklad zvyšujících se prodejů s rostoucím objemem skladu). Velikost měsíčního cashflow má od spuštění tavby soustavně rostoucí trend až do konce roku 2020, kdy je plánováno odstavení pece a možná likvidace vybavení v hodnotě 7,5 mil. Kč. Následuje řada cashflow odpovídající rozprodeji skladů při nulové výrobě. Výše CF je bezprostředně po ukončení tavby téměř dvojnásobná nežli CF před ukončením tavby. Konečnou likvidaci skladových zásob lze očekávat k prvnímu čtvrtletí 2024.

3.4.1 Odvození alternativních variant vývoje

Dle výpočtů vnitřní výnosové procento investice ve středním scénáři při teoretickém financování pouze vlastním kapitálem činí 19,27 % p.a., zatímco celková kapitálová náročnost investice činí 38,9 mil. Kč. Rentabilita projektu by byla při středním scénáři na první pohled dostačující a výše vstupní investice na hranici možností podniku.

Dále byly realizovány optimistické a pesimistické odhady vývoje stěžejních proměnných. Na základě výsledků byla potvrzena pozice středního scénáře jako vhodně stanoveného. Naplnění optimistických scénářů by bylo pro podnik příjemným překvapením. Dále se však práce optimistickým scénářům nevěnuje, protože by nebyly v zásadě přínosné pro rozhodovací proces. Z hlediska vedení podniku je třeba analyzovat především dopady scénářů pesimistických, které mohou ukázat rizika spojená s realizací projektu.

Pozitivní zprávou bude, pokud projekt obstojí i z hlediska cashflow v izolovaně uskutečněných pesimistických scénářích.

Navýšení investiční náročnosti projektu:

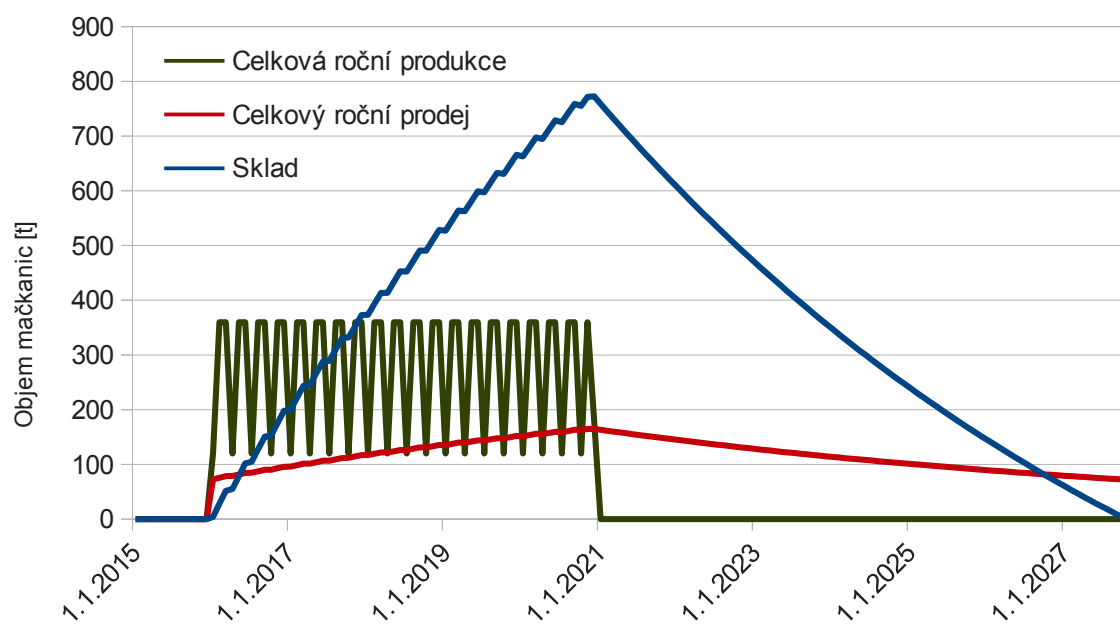
Pesimistický scénář počítá se zvýšením vstupní investice z 38,1 mil. Kč o 10 % na 41,91 mil. Kč.²² V případě izolovaného navýšení vstupní investice o 10 % by došlo ceteris

²² Bylo usouzeno, že počítat s 10% nárůstem vstupních nákladů by bylo z hlediska opatrnosti vhodné, protože neexistuje dosud závazná cenová nabídka dodavatele.

paribus ke zvýšení celkového potřebného kapitálu o 3,8 mil. Kč na 42,7 mil. Kč. Dalším bezprostředním dopadem by bylo snížení IRR o 1,72 procentního bodu na 17,55 % p.a.

Snížení poptávky po výstupu:

Negativní poptávkový scénář počítá s měsíčním odbytem uvnitř společnosti ve výši 6 t mačkanic namísto původně kalkulovaných 8 t. Dále je každý měsíc počítáno s prodejem pouze 1 % aktuálních skladových zásob mačkanic namísto původně kalkulovaných 2 %.²³ Při izolovaném naplnění tohoto pesimistického poptávkového scénáře by se IRR investice snížila na 12,63 % p.a. Neméně důležitým dopadem uskutečnění tohoto scénáře by bylo odsunutí přechodu cashflow do kladných čísel až ve čtvrtém kvartálu roku 2017. V momentě ukončení tavby by společnost měla na skladech více než 750 t neprodaného výstupu a tento by byl stávajícím tempem prodáván až do konce roku 2027. Celková kapitálová náročnost by v tomto pesimistickém scénáři dosáhla 42,7 mil. Kč.

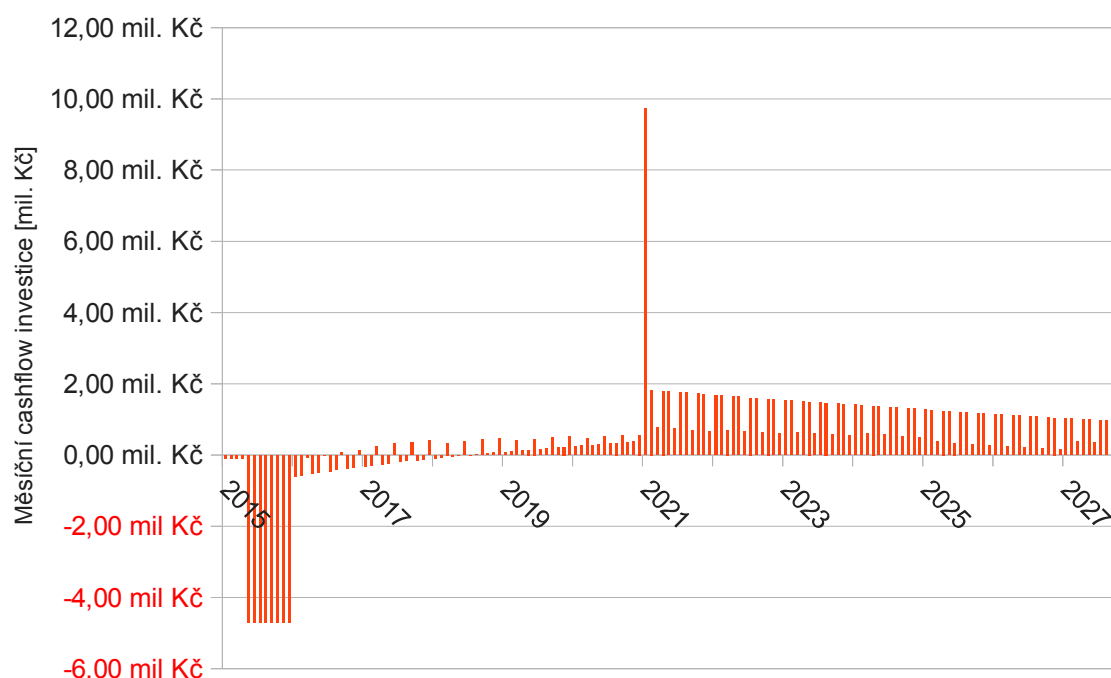


Obr. 12: Vývoj prodejů a skladových zásob v případě sníženého odbytu

Zdroj: Autor

²³ 6 t mačkanic měsíčně by byla společnost schopná odebrat i za předpokladu poklesu vlastního odbytu broušených perel o 35 %, odběr 6 t mačkanic lze tedy svým způsobem považovat za „jistý“. Prodej skladových zásob na polovinu byl kalkulován z důvodu dosud nevybudovaných odbytových kanálů a proto je zde očekávána vyšší variabilita.

Změna vývoje prodejů a skladových zásob způsobená snížením odbytu je viditelná na grafu prodejů v naturálních jednotkách (Obr. č. 12). Typická je zejména enormním nárůstem skladových zásob a prodloužením investičního horizontu projektu.



Obr. 13: Vývoj měsíčního cashflow v případě sníženého odbytu

Zdroj: Autor

Snížení tržní ceny mačkanic:

Pesimistický scénář počítá se snížením prodejní ceny mačkanic o 20 % na 116 Kč/kg v cenách roku 2016.²⁴ V případě izolovaného uskutečnění pesimistického scénáře by se IRR investice snížilo na 10,42 % p.a. Převrácení cashflow do kladné roviny by mohla společnost očekávat přibližně o 6 měsíců později a s tím by bylo spojené i zvýšení potřebného kapitálu ke krytí počátečních záporných cashflow o 2,1 mil. Kč na 41 mil. Kč.

²⁴ Tento scénář je velmi pesimistický, je velmi pravděpodobné, že nižší ceny jsou velmi nereálné.

Neplánovaný nárůst mezd, cen el. energie a sklářského kmene:

Jedním z kalkulovaných pesimistických scénářů je taktéž současné zvýšení ceny práce, elektrické energie a sklářského kmene. Bylo uvažováno navýšení ceny práce a sklářského kmene o 20 % při meziročním nárůstu ceny el. energie o 8 % p.a.

V případě naplnění tohoto scénáře klesá IRR investice na 16,53 % p.a. a kapitálová náročnost projektu stoupá na 39,6 mil. Kč.

3.4.2 Shrnutí dopadů izolovaných pesimistických scénářů

Na základě analýzy dopadů jednotlivých izolovaných pesimistických scénářů do kapitálové náročnosti a rentability projektu je možné říci, že ve všech případech si projekt zachoval kladné vnitřní výnosové procento. Relativně málo závažný by byl scénář zvýšení vstupní investice, relativně vážné problémy by naopak přineslo snížení tržní ceny mačkanic nebo snížení odbytu.

Lze očekávat, že scénáře sníženého odbytu a nižší ceny výstupu by měly pravděpodobně tendenci nastat společně. Byla proto analyzována taktéž situace, kdy tyto dva pesimistické scénáře nastanou současně. Není překvapením, že IRR investice se v tomto případě propadlo k 6,2 % p.a., při současném zvýšení kapitálové náročnosti projektu o 11,1 mil. Kč na 49,2 mil. Kč.

Jelikož nelze tento scénář v současné situaci, kdy poptávka po produkci společnosti nenaznačuje výraznější oživení vyloučit, bude třeba zásadní riziko spojené s tímto vývojem promítnout do diskontní míry.

Na následujících řádcích budou shrnuta rizika a stinné stránky investice vedle přínosů a příležitostí s investicí spojených. Následně bude na základě modelu stavebnicové metody stanovena příslušná diskontní míra související s projektem a vypočítána rentabilita kapitálu pro financování vlastním kapitálem.

3.4.3 Rizika a stinné stránky investice

- Jednou z nevýhod investice se zdá být především poměrně vysoká technologická náročnost výroby obnášející obsáhlé knowhow, se kterým nemá v současné době společnost SkleněnéKorálky, s.r.o. výrazné zkušenosti. S nedostatečným knowhow jsou spojená rizika odkladu spuštění pece nebo vyšší zmetkovitosti, nebo fatálního nezvládnutí výrobního procesu – tyto faktory nebyly dosud zohledňovány.
- S investicí souvisí nutnost významným způsobem navýšit úroveň skladových zásob. Riziko pohlcení významného objemu kapitálu skladovými zásobami je již bráno v potaz.
- Investice je kapitálově náročná a přestože střední scénář počítá s počáteční investicí 38,4 mil. Kč, na základě reálnosti uskutečnění pesimistických scénářů by měla být společnost připravena v prvních dvou letech financovat sumu kolem 43 mil. Kč.
- Realizace projektu by i při uskutečnění středního scénáře znamenala, že v na konci roku 2016 bude kapitálová struktura společnosti z více než 60% reprezentována CK. V důsledku tak hrozí výrazně vyšší rizika finanční nestability.
- 1,3 tuny skla denně je skutečně minimální výkon dané pece. V případě nutnosti pec vypnout se jedná o významný zásah do životnosti pece. Opětovný náběh produkce (najetí pece) je možný v horizontu 2-3 týdnů, kdy s sebou samotný rozběh pece nese náklady na spotřebovanou energii (400 – 600 tis. Kč) a další nutné náklady na její opětovné seřízení.
- Zásadním rizikem celé investice je očekávaný protikrok zavedené konkurenční společnosti TavbaSkla, a.s.. Toto riziko je poměrně významné a je dosud zohledněno pouze v kalkulaci možného snížení prodejní ceny mačkanic o 20 %. Nebylo však dosud bráno v potaz narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů s touto společností a vyplývající zkomplikování dodávek sklářských tyčí minoritních barev, což by mělo negativní dopad na dosavadní činnost společnosti.

3.4.4 Přínosy a příležitosti spojené s investicí

- Jedna ze zásadních výhod je spatřována v omezení vnějších ekonomických vlivů na výrobu podniku (obecně prospěšné aspekty vertikální integrace).
- V případě, že by byl zachován trend vývoje cen skleněných mačkářských tyčí, lze počítat naopak s cenami výstupu vyššími nežli kalkulovaných 145 Kč/kg. Vnitřní výnosové procento projektu by se tak mohlo snadno dostat daleko za 20 % p.a.
- Stavba elektrické kontinuální obloukové pece počítá se stavbou až šesti mačkadel (maturovek), které umožňují zpracovávat roztavenou sklovinu vytékající z pece a mačkat skleněné perle přímo. Odpadá tak nutnost skleněné tyče tavit v samostatných mačkadlech. Oproti původní technologii lze na samotném mačkání počítat s energetickou úsporou cca 10 Kč/kg namačkaných skleněných perlí. Lze taktéž počítat s určitou úsporou spojenou se zlepšením logistiky.
- Pokud se projekt ukáže jako rentabilní, bude mnohem jednodušší díky vybudované infrastruktuře pec postavit v roce 2021 znovu s výrazně nižšími náklady, při existenci nižších rizik.
- V případě úspěšného zprovoznění výrobního celku a současné schopnosti dosahování výrobních nákladů a kvality na úrovni konkurenčního podniku TavbaSkla, a.s. s sebou investice přináší výhledově možnost dostat se mezi 3 největší bižuterní podniky v ČR.
- Výhodou investice by byla smysluplná optimalizace kapitálové struktury směrem k vyššímu zastoupení cizího kapitálu v době, kdy jsou úrokové sazby bezprecedentně nízko. S tím by souviselo i významné snížení vážených průměrných nákladů kapitálu.

3.4.5 Vyčíslení rizika a rentability projektu

Na základě stavebnicové metody vypracované Maříkem a Maříkovou (2007) byla zohledněna celá řada parametrů které mají vliv na rizikovost podnikání společnosti SkleněnéKorálky, s.r.o. Na následujících řádcích budou ukázány hodnocené parametry včetně jejich ohodnocení (1–4).

Rizika oboru

Hlavní oborová rizika spočívají v nadprůměrné závislosti oboru na hospodářském cyklu (3) a jeho módnosti (3). Společnost je taktéž schopna pouze velmi omezeně ovlivňovat vývoj v oboru (3). Obor byl na druhou stranu ohodnocen jako minimálně rostoucí (1) s nízkým tempem technologického rozvoje (2).

Rizika trhu

Trh byl ohodnocen jako středně nasycený (2) se zhoršenou schopností prognózování budoucí poptávky (3). Budou zaváděny nové výrobky na stávající trhy (2).

Rizika konkurence

Konkurence na trhu se zásadním způsobem nestupňuje a nástup nových konkurentů nehrozí (2). Společnost bude schopná generovat podobný výstup ve srovnatelné kvalitě jako konkurence (3), přičemž ceny a marže budou pravděpodobně podobné (2). Reklamní náklady jsou poměrně dobře cíleny (2).

Rizika managementu

Mezi hlavní rizika lze označit naprosto zásadní závislost společnosti na několika málo jednotlivcích, jejichž náhrada se dnes jeví managementu jako prakticky nemožná (4). Strategie společnosti je poměrně propracovaná a jsou řešeny převážně operativní problémy (2) Organizační struktura je zavedená, společnost netrpí vysokou fluktuací, zaměstnanci dobře znají náplň své práce a své úkoly hladce plní bez dalších zásahů vedení (2). Společnost však nemá dosud zaveden propracovaný informační systém, který by byl

schopen automaticky odhalovat neefektivitu ve výrobním procesu, problém je kompenzován lidským faktorem (3).

Rizika výrobního procesu

Výrobní proces oplývá zejména logistickými problémy (3) a část výroby se opírá o zastaralé technologie (šití a manuální brusy) (3). Společnost má také zavedenu řadu moderních technologií (2). Po zavedení vlastní tavby skla by byl podíl fixních nákladů velmi vysoký (4). Existuje zde také riziko nezvládnutí výrobního procesu (3).

Ostatní rizikové faktory

V případě zavedení vlastní tavby by se postavení vůči dodavatelům zlepšilo a nově by bylo průměrné (2), vůči stávajícím odvěratelům by postavení zůstalo zachováno, vůči těm novým by lze očekávat postavení horší (3).

Finanční faktory

Podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu bude v případě realizace investice financované zejména CK oproti konkurenci v oboru nepříznivý (3). Lze očekávat nárůst pracovního kapitálu (3) přičemž krytí úroků je průměrné (2) a likvidita nízká (3).

Do vzorce manželů Maříkových (2007) je třeba dále dosadit bezrizikovou míru výnosu, stanovit maximální diskontní míru ($n_{vk \max}$) a prémii za likviditu.

Bezriziková míra výnosu byla na doporučení Kolouchové (2009) odvozena od nejdlohodobějších dostupných státních dluhopisů. Výnos do splatnosti padesátiletých státních dluhopisů aktuálně v době výpočtu diskontní míry činil 2,85 % p.a

Maximální diskontní míra byla dle praxe Maříkových stanovena ve výši 30 %. Prémie za (ne)likviditu byla vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o malou společnost s ručením omezeným, jejíž podíly není snadné rychle prodat, stanovena na 2 %. Všechny hodnoty byly zadány do tabulkového kalkulátoru poskytovaného manželi Maříkovými. Výsledkem byla diskontní míra související s projektem při financování vlastním kapitálem odpovídající 16,53 % p.a. (viz. Tabulka č. 5).

Bezriziková výnosová míra	2,85%
I. Rizika oboru	1,87%
II. Rizika trhu	1,01%
III. Rizika z konkurence	1,26%
IV. Management	1,94%
V. Výrobní proces	2,71%
VI. Specifické faktory	0,76%
Obchodní riziko	9,55%
Finanční riziko	2,13%
Riziková prémie celkem	11,68%
Prémie za nižší likviditu	2,00%
Náklady vlastního kapitálu	16,53%

Tabulka 5: Výpočet nákladů vlastního kapitálu podle Maříkových

Zdroj: Tabulka z Maříková (2007) doplněná autorem

Na základě diskontní míry 16,53 % p.a. byla vypočtena čistá současná hodnota projektu při teoretickém financování pouze vlastním kapitálem na úrovni 5 541 600 Kč. Rozdíl vnitřního výnosového procenta (19,27 % p.a.) a diskontní míry odpovídá 2,74 % p.a. Investice se nominálně vrátí měsíc před ukončení stavby, tedy po 5 letech a 7 měsících od zahájení výstavby. Diskontovaná doba návratnosti odpovídá 6 letům a 8 měsícům. Míra ziskovosti projektu dle výpočtu činí 14,54 %. Na tomto místě je třeba připomenout, že přestože životnost pece činí 5 let, životnost projektu je kalkulována dle středního scénáře a od učinění prvních výdajů po očekávané vyprodání skladu činí 9 let.

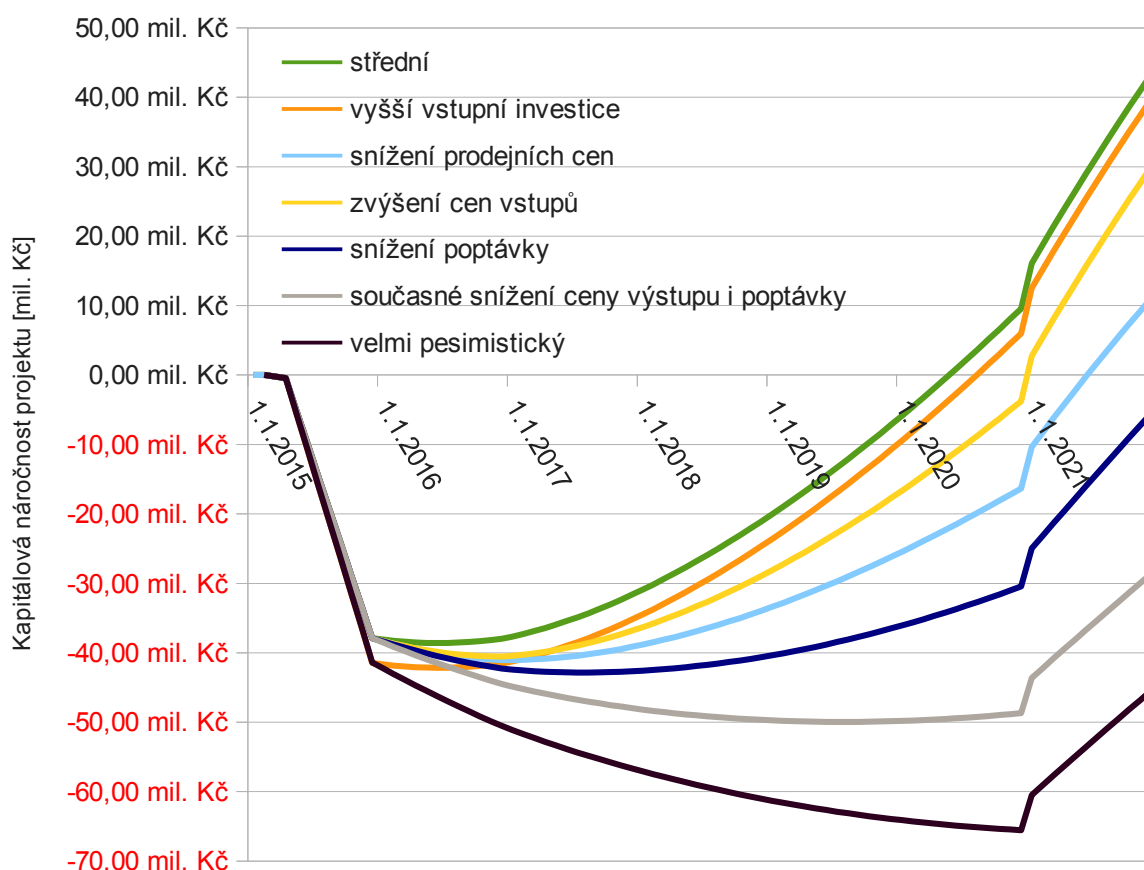
Na základě výše uvedených výpočtů lze konstatovat, že pokud byly peněžní toky odhadnuty správně, stejně jako byla správně odhadnuta rizika projektu, projekt je rentabilní a společnost by se ho měla snažit uskutečnit.

Projekt je kapitálově velmi náročný a společnost nebude schopná projekt financovat vlastním kapitálem. V následující kapitole bude vybráno financování projektu a budou zohledněny dopady financování do rentability projektu.

3.4.6 Financování projektu

Je odhadováno, že v momentě plánovaného spuštění investiční výstavby (1.4.2015) bude společnost disponovat přibližně 3 miliony Kč na běžném účtu, přičemž krátkodobé pohledávky za odběrateli splatné během následujících 2 měsíců budou činit další 3 miliony Kč. Je odhadováno, že krátkodobé závazky společnosti budou ve stejný moment činit přibližně 6 mil. Kč. Je tedy evidentní, že společnost může se svými aktuálními likvidními prostředky počítat pouze jako s polštář k vyrovnávání časového nesouladu příjmů a výdajů.

V zásadě tedy musí společnost počítat s financováním prakticky celého objemu investice z cizích zdrojů. Kalkulovaná potřeba kapitálu ve středním scénáři i výše popsanych pesimistických variantách, je znázorněna na následujícím grafu:



Obr. 14: Kapitálová náročnost při jednotlivých variantách vývoje

Zdroj: Autor

Potřebná výše úvěru

Z hlediska opatrnosti by bylo vhodné počítat s horším vývojem CF, nežli ve středním scénáři. Bude tak určitým způsobem zohledněna velmi reálná šance, že investice nezačne generovat kladné cashflow již v polovině roku 2017, ale o něco později. Toto riziko by mělo být kompenzováno žádostí o mírně vyšší úvěr, nežli kalkulovaných 39 mil. Kč. V případě, že totiž pesimistický scénář nastane, společnost může mít velké obtíže se získáním dodatečných 2-5 mil. Kč. Dále je tak předpokládáno, že společnost bude žádat o úvěr ve výši 42,5 mil. Kč.

Splatnost úvěru a odložení první splátky

Optimální by bylo z hlediska podniku nalézt banku, která by byla ochotná nabídnout úvěrový produkt, který by poskytoval společnosti kapitál na dobu 6-7 let. Střední scénář vygeneruje cashflow shodné s výší prvotní investice během 5 let od zahájení stavby, do 7 let vygenerují výši počáteční investice všechny uvažované izolované pesimistické scénáře. Opět záleží na ochotě managementu zaplatit určité dodatečné úrokové náklady za větší jistotu, že se společnost nedostane do finanční tísně.

Standardní přístup banky v otázce začátku splácení většinou časově souhlasí s ukončením investiční výstavby, tedy v tomto případě k 1.1.2016. Jak je však názorně vidět z kalkulovaných scénářů, aby projekt generoval hned po zahájení stavby peněžní toky použitelné na splácení, musel by nastat některý z optimistických scénářů. Ve zbytku variant je třeba počítat ještě s půlrokem až rokem, kdy bude projekt vyžadovat další financování. Proto by bylo vhodné najít takový finanční produkt, který nabízí odložení první splátky o cca 1 rok.

Fixace versus plovoucí úroky

V případě rozhodnutí o přijetí úvěru, jehož úroky budou plovoucí, tedy měnící se v závislosti na mezibankovních sazbách, společnost může počítat s mírně nižší úrokovou mírou z úvěru oproti situaci, kdy si nechá úrokovou míru zafixovat například na celou dobu splácení. Některé banky dnes nabízí úvěrové produkty s fixovanou úrokovou

mírou za identických podmínek, jako ty s úrokovou mírou variabilní (viz. Kapitola 3 - Analýza aktuálního stavu úvěrového trhu). Z hlediska opatrnosti však bude dále počítáno s premií fixované úrokové míry oproti míře variabilní na úrovni 0,3 procentního bodu.

S přihlédnutím k závěrům kapitoly analyzující aktuální stav úvěrového trhu bych důsledně preferoval variantu úvěru s fixovanými úrokovou měrou. Jako optimální řešení vnímám fixaci úrokové míry na celou dobu splácení úvěru.

Úroková sazba

Jak bylo ukázáno v části práce analyzující současný stav úvěrového trhu, velmi bonitní české soukromé společnosti mohou dnes získat financování s variabilní úrokovou sazbou již od 2,4 % p.a. V případě společnosti SkleněnéFigurky, s.r.o. je však evidentní, že v případě nutnosti vypůjčit si kalkulovaných 42,5 mil. Kč bude činit CK natolik zásadní část celkových pasiv, že banky budou vyžadovat pravděpodobně poměrně výraznou rizikovou premií.

Prvním důvodem poměrně vysoké rizikové premie je fakt, že přijetím úvěru by společnost byla nově přibližně z 60 % financovaná cizím kapitálem. Komerční banka by pravděpodobně mohla negativně zohlednit fakt, že v současnosti společnost nepoužívá zásadní podíl CK a z toho dále usuzovat nejistotu managementu ohledně budoucnosti.

Na základě konzultace dané situace s mateřskou bankou společnosti SkleněnéKorálky, s.r.o., společností Komerční Banka, a.s. bylo zjištěno následující. V případě požadavku na financování úvěru v horizontu 6–7 let fixní úrokovou mírou a odkladem první splátky o 20 měsíců od poskytnutí prvních finančních zdrojů, tj. o 12 měsíců od dokončení investiční výstavby, by se úroková míra z daného úvěru pro společnost dané bonity pohybovala na úrovni 4,4–5,6 % p.a. Úroková míra zohledňuje aktuální podmínky na úvěrovém trhu, přičemž rozpětí úroků je dáno především nedostatkem informací poskytnutých bance.

Pro další výpočty je dále uvažována možnost získání finančních prostředků s úrokovou mírou 5 % p.a. Na základě výše uvedených informací byl sestaven následující

harmonogram čerpání úvěru a splátek (Tabulka č. 6). Čerpání úvěru je v tabulce zobrazeno černými čísly, splácení úvěru čísly červenými.

	Čerpání resp. splátka	Jistina na konci období
1.5.2015 - 1.12.2015	5 000 000 Kč	41 240 400 Kč
1.1.2016 - 1.5.2016	500 000 Kč	44 107 800 Kč
1.6.2016 - 1.12.2016	0 Kč	45 381 200 Kč
1.1.2017 - 1.12.2022	-737 360 Kč	0 Kč

Tabulka 6: Čerpání úvěru a jeho splácení podle období

Zdroj: Autor

3.4.7 Zohlednění faktoru financování v kalkulaci rentability projektu

Na základě výše uvedených výpočtů byl pomocný scénář, v němž byla uvažována investice financovaná vlastním kapitálem, převeden do reálné situace, kdy společnost financuje investici zejména za pomoci kapitálu cizího.

Pozitivním aspektem financování cizím kapitálem je možnost odečtu zaplacených úroků od daňového základu a tím i zvýšení čisté současné hodnoty investice. Suma diskontovaných nákladových úroků vychází 2 945 769 Kč, vynásobením 19% daňovou sazbou vychází navýšení NPV v důsledku využití úrokového daňového štítu ve výši 559 696 Kč.

$$\text{NPV} = \text{NPV}_{100\% \text{ VK}} + \text{NPD}_{\text{daňového štítu}} = 5\,541\,600 \text{ Kč} + 559\,696 \text{ Kč} = 6\,101\,296 \text{ Kč}$$

Podle Brealeyho (2014) bychom měli při zohledňování vlivu financování zohlednit také faktor nákladů finanční tísně, které ovlivňují NPV negativním způsobem. Náklady finanční tísně však autor práce ani manažer podniku nebyli schopni vyčíslit a bylo dosaženo shody v tom, že čistá současná hodnota se bude pohybovat někde pod úrovní 6 milionů Kč.

3.5 Souhrnné hodnocení projektu vlastní tavby skla

Projekt spočívající ve vlastní tavbě sklářské suroviny se ukázal jako logické vyústění pokračování vertikální expanze výrobního procesu. Jedná se o kapitálově velmi nákladnou investici nesoucí s sebou významná rizika potenciálně ohrožující existenci stávajícího podniku. Hlavní riziko spočívá v uskutečnění negativního poptávkového scénáře v kombinaci s poklesem tržní ceny produkce. Lhostejno zdali situace vznikne z důvodu konkurenční odpovědi ze strany společnosti TavbaSkla, a.s., bude způsobena hospodářskou recesí související s ukončením stávající monetární expanze centrálních bank, nebo vznikne z jiného důvodu.

V případě, že vlastníci podniku vyhodnotí vnitřní výnosové procento projektu ve výši 19,27 % p.a. jako adekvátní motivaci k podstoupení rizik souvisejících s projektem, na základě této práce lze jejich rozhodnutí posoudit jako plně racionální. V případě, že náklady vlastního kapitálu byly posouzeny správně, pak čistá současná hodnota investice dosahuje hodnoty kolem 6 mil. Kč.

Přestože bylo v práci usilováno o kvalifikované posouzení technologických, ekonomických a finančních aspektů investice, je třeba zdůraznit, že studie nebyla vyčerpávající a bylo připuštěno hned několik zjednodušení. Jedním z nejvágnějších zjednodušení byl předpoklad, že společnost bude schopná prodávat 2 % aktuálního objemu skladů měsíčně. Přestože se tento odhad zdá velmi střízlivý, je naprosto nezbytné provést důkladný průzkum trhu a kvalifikovat poptávku po individuálních barvách skla. V ideálním případě by bylo vhodné opírat kalkulaci o předběžně nasmlouvané kontrakty s okolními sklářskými podniky. Před konečným rozhodnutím o uskutečnění investice by měla být realizována hlubší analýza, spočívající zejména ve vypracování podrobné projektové dokumentace firmou, která by stavbu pece prováděla. V momentě zpracování této práce důkladná studie neexistovala a bylo vycházeno pouze z korespondence s projektantem společnosti, která by potenciálně stavbu pece prováděla. Před konečným rozhodnutím je tak nutné přesněji stanovit výši vstupní kapitálové investice, cen průběžných vstupů a výstupů, ideálně na základě předběžných smluv o dlouhodobých dodávkách.

Zjednodušení realizovaná při vyhodnocování projektu by neměla mít zásadní vliv na výsledek studie, která potvrdila zajímavou rentabilitu celého projektu.

Z hlediska financování se velikost plánovaného projektu jeví na hraně možností společnosti. Společnost bude muset s největší pravděpodobností naprosto zásadní část kapitálových zdrojů získat formou bankovního úvěru, přičemž po realizaci projektu by cizí kapitál tvořil přibližně 60 % celkového kapitálu společnosti. Aktuální podmínky na úvěrovém trhu jsou z hlediska podniku ideální, což doslova vybízí projekt realizovat v dohledné době.

Pro podnikání výjimečné podmínky na úvěrovém trhu je třeba vnímat i v kontextu událostí, které tyto podmínky vyvolaly. Jak ukazuje část práce zabývající se aktuálním stavem úvěrového trhu, tyto podmínky byly vyvolány nikoli vysokou mírou úspor, nýbrž monetární expanzí prakticky všech významných světových centrálních bank probíhající intenzivně od roku 2008.

Nízké úrokové míry způsobené přebytkem úspor by byly příslibem růstu budoucí spotřeby. V současné době však vidíme pokračování narůstající spotřeby a investic vyvolaných zejména prakticky nulovými reálnými úrokovými sazbami. V kontextu vysoké zadluženosti a technicky nulových úrokových sazeb se může perspektiva, že se centrálním bankám podaří v investičním horizontu projektu nadále udržovat konjunkturu, zdát jako málo pravděpodobná. V případě, že ve světovém hospodářství převáží fundament vysoké zadluženosti a neochoty brát si další úvěry byť s nulovými reálnými úroky, bude projekt vystaven pesimistickému poptávkovému scénáři či jeho kombinacím s dalšími negativními faktory. Pokud management a vlastníci podniku nabudou přesvědčení, že trvání konjunktury je neudržitelné, měl by být projekt odmítnut. Přijetí projektu je tak v částečně i sázkou na pokračování současného trendu zadlužování a vírou v to, že celou situaci mají centrální banky pevně v rukou.

Závěr

V práci byly představeny nejdůležitější principy, zásady a metody hodnocení podnikových investic a na jejich základě byl vyhodnocen skutečný investiční projekt malého českého bižuterního podniku. Zásadní částí práce bylo taktéž vyhodnocení aktuálního stavu úvěrového trhu, který dává investujícím podnikům aktuálně velmi výhodné podmínky k financování svých záměrů cizím kapitálem.

V kontextu aktuálního pro podniky velmi příznivého stavu úvěrového trhu byla v práci vznesena námitka, zdali právě aktuální makroekonomické prostředí, které subjekty svádí k investování a spotřebě na dluh, nevytváří ideální podmínky k rozhodnutím, které vychází z předpokladu, že aktuální stav jejich ekonomického okolí bude trvat i v dohledné době. Při sledování aktuálního stavu úvěrového trhu je pravděpodobné, že prostor pro další snižování úrokových měr z komerčních úvěrů je velmi vyčerpaný a v lepším případě budou současné podmínky na trhu trvat i ve střednědobém horizontu. V případě, že se podmínky na úvěrovém trhu (míněno dostupnost úvěrů a reálná úroková sazba) výhledově zhorší, je třeba počítat s poklesem poptávky, poklesem odbytu, ziskových marží a neuskutečněním očekávaného středního investičního scénáře.

Proto byly v praktické části práce taktéž samostatně kalkulovány i pesimistické scénáře odbytu, vývoje cen výstupu a kombinace těchto faktorů. Bylo ukázáno, že z jinak velmi slibného investičního projektu by se při uskutečnění těchto scénářů stal projekt podprůměrný, nebo by se stal dokonce přítěží podniku. Uskutečnění více pesimistických scénářů naráz by vedlo minimálně k intenzivní finanční tísní, ne-li k bankrotu podniku.

Ve společnosti SkleněnéKorálky, s.r.o. je management tvořen taktéž vlastníky. Tito by měli sami zvážit pravděpodobnost uskutečnění pesimistických scénářů, případně přehodnotit jejich vážnost a na základě svého vlastního odhadu rozhodnout o tom, zdali by společnost měla podstoupit takto významné riziko. Znovu tedy zdůrazňuji, že odhady budoucího vývoje trhu byly uskutečněny bez hlubší analýzy konkurence, trendů ve využití bižuterie, všeobecného podnikatelského prostředí a dalších významných faktorů. Byť byly všechny tyto faktory jistým způsobem zohledněny, je na managementu aby předpoklady práce

korigoval k vlastnímu obrazu. Práce může být managementu výchozím podkladem pro další rozhodování. Pokud tak vlastníci usoudí, že předpoklady v práci jsou příliš pesimistické, projekt by měl být dozajista uskutečněn. V opačném případě, kdyby majitelé nabyli dojmu, že předpoklady autora práce byly příliš optimistické, skutečný projekt se může ukázat jako nerentabilní.

V případě, že by se měl naplnit přinejmenším střední scénář nebo jeho libovolná optimistická varianta, pak bude projekt vlastní stavby skla jen těžko nacházet konkurenční projekt a měl by být dozajista realizován.

V případě, že bych měl poskytnout své osobní doporučení, pak bych se začátkem projektu příliš nespěchal. Začátek investiční výstavby v dubnu 2015 se mi zdá unáhlený především vzhledem ke skutečnosti, že podnik dosud nemá předjednány téměř žádné odběratelsko-dodavatelské kontrakty. Dalším negativním faktorem je aktuální nepříliš dobře čitelná globální hospodářsko-politická situace. Domnívám se, že pokud má výhodný stav úvěrového trhu vydržet, pak bude možné projekt realizovat i v roce 2017. V případě, že by měl stav nízkých úrokových měr panujících na úvěrovém trhu skončit, pak by se mohlo brzy ukázat nynější přijetí projektu jako vážná chyba a jinak slibný projekt by se mohl stát významnou přítěží podniku.

Projekt je však jednoznačně velmi zajímavý a z hlediska rentability slibuje lukrativní výnosnost. Je vhodné dále shromažďovat podrobnější informace a pracovat na případném předjednání budoucích odběratelsko-dodavatelských vztahů. V situaci, kdy by byl budoucí odbyt zajištěn, dovolím si tvrdit, že z hlediska společnosti SkleněnéKorálky, s.r.o. nemá hodnocený projekt konkurenci.

Tato práce se ve svém důsledku, ač ne záměrem, ukázala jako typický případ, kdy je projekt posuzován na základě tvrdých dat, ale finální verdikt končí na měkkém manažerském rozhodnutí.

Seznam použité literatury

Seznam citací:

BREALEY, R. A., 2014. *Teorie a praxe firemních financí: krok za krokem*. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2014, 1095 s. ISBN 978-802-6500-285.

Česká bankovní asociace, 2014. *Banky a fakta* [online]. 2014 [vid. 2014-12-06]. Dostupné z: https://www.czech-ba.cz/sites/default/files/cba_banky_a_fakta_12-2014_-_uvery.pdf

FOTR, J., 2010. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 408 s. ISBN 978-802-4732-930.

KISLINGEROVÁ, E., 2007. *Manažerské finance*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

KISLINGEROVÁ, E., 2005. *Finanční analýza: krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 137 s. ISBN 80-717-9321-3.

LEVY, H., 1999. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 1999, 920 s. ISBN 80-716-9504-1.

SYNEK, M., 2006. *Podniková ekonomika*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 475 s. ISBN 80-717-9892-4.

SYNEK, M., 2007. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.

VALACH, J., 1999. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, 324 s. ISBN 80-861-1921-1.

VALACH, J., 2010. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2.

MAŘÍKOVÁ, P., 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: VŠE, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6

KOLOUCHOVÁ, P., 2008. *Cost of Equity Estimation Techniques Used by Valuation Experts*. Praha, 2008. Rigorózní práce. Univerzita Karlova v Praze. Fakulta sociálních věd.

PRODĚLAL, F., 2009. *Bezriziková míra výnosnosti* [online]. 2009 [vid. 2014-11-02]. Dostupné z: http://znaleckyportal.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=196:bezrizikova-mira-vynosnos

Bibliografie:

- ARES – *Administrativní registr ekonomických subjektů* [online]. 2015 [vid. 2014-12- 01]. Dostupné z: http://wwwinfo.mfcr.cz/ares/ares_es.html.cz
- ČNB. *Česká národní banka* [online]. 2015 [vid. 2014-12-10]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
- ČNB. *Databáze časových řad ARAD* [online]. 2015 [vid. 2015-01- 01]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>
- ECB. *European Statistical System* [online]. 2015 [vid. 2014-11- 13]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- FED. *Federal Reserve Economic Data* [online]. [online]. 2015 [vid. 2015-01- 01]. Dostupné z: <http://research.stlouisfed.org/fred2/>
- FOTR, J. a I. SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3293-0.
- IMF. *Data and Statistics* [online]. [online]. 2015 [vid. 2014-10- 18]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/data.htm>
- JANÁČKOVÁ, S. *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. 1. vyd. Praha: CEP, 2010. ISBN 978-808-6547-954.
- JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-1653-4.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MISES, L. *The Theory of Money and Credit*. 1. vyd. Orlando: Signalman Pub, 2009. ISBN 978-144-2175-952.
- PRODĚLAL, F. *Diskontní míra pro stanovení tržní hodnoty podniku*. Brno, 2008. Dizertační práce. Vysoké učení technické v Brně. Fakulta ústavu soudního inženýrství.
- PŮLPÁNOVÁ, S. *Komerční bankovníství v České republice*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1180-1
- RYDVALOVÁ, P. *Malé a střední podnikání v podmínkách České republiky*. 1. vyd. Liberec: VÚTS, 2011. ISBN 978-80-87184-16-5.
- Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz).

Seznam příloh

Příloha A: CD s vlastní prací v digitální podobě