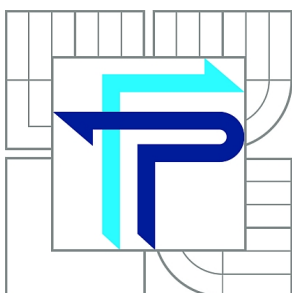




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV FINANCÍ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF FINANCES

ZHODNOCENÍ EKONOMICKÉ EFEKTIVNOSTI PODNIKOVÉ INVESTICE

INVESTMENT PROJECT EVALUATION IN A COMPANY

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE
BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

FILIP IZÁK

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. MAREK ZINECKER, Ph.D.

BRNO 2014

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Izák Filip

Účetnictví a daně (6202R049)

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

Zhodnocení ekonomické efektivity podnikové investice

v anglickém jazyce:

Investment Project Evaluation in a Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce

Analýza současného stavu

Vlastní návrhy řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

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. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3293-0.

PARRINO, R. Fundamentals of corporate finance. Hoboken: John Wiley, 2009. ISBN 978-0-471-27056-0.

SYNEK, M. a E. KISLINGEROVÁ. Podniková ekonomika. 5. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-336-3.

SYNEK, M. Manažerská ekonomika. 4. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1992-4.

VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-869-2901-9.

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/2014.

L.S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 27.05.2014

Abstrakt

Cílem bakalářské práce je posouzení ekonomické efektivnosti investice společnosti s ručeným omezeným STAMACO engineering na základě vybraných metod hodnocení investičních projektů včetně formulace doporučení o realizaci. V první části jsou vymezena teoretická východiska, další část se zabývá aplikací vybraných metod hodnocení investičních projektů, následuje zhodnocení finanční situace podniku za období 2010 – 2012 včetně formulování doporučení na zlepšení v problémových oblastech.

Abstract

The goal of this bachelor thesis is an evaluation of investment project of STAMACO engineering s. r. o. on the basis of chosen methods of evaluation of investment project including proposals regarding the implementation. The first part is dedicated to the theoretical background, the next part concerns elementary financial analysis methods application. Next, financial position of this company during the period 2010 – 2012 is the object of an assessment including proposals for improvement in problem areas.

Klíčová slova

Finanční řízení podniku, investiční rozhodování, efektivnost investic

Key words

Financial Management, Investment Decision Making, Investment Efficiency

Bibliografická citace

IZÁK, F. Zhodnocení ekonomické efektivity podnikové investice. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2014. 72 s. Vedoucí bakalářské práce doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D..

Čestné prohlášení

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

V Brně dne 28. května 2014

.....

podpis studenta

Poděkování

Děkuji panu doc. Ing. Marku Zineckerovi, Ph.D. za vstřícné a profesionální vedení a za poskytnutí odborných konzultací při zpracovávání této bakalářské práce.

OBSAH

ÚVOD.....	10
CÍLE PRÁCE A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ	11
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	12
1.1 Elementární metody finanční analýzy.....	12
1.1.1 Analýza extenzivních (absolutních) ukazatelů.....	15
1.1.2 Analýza rozdílových ukazatelů (fondů finančních prostředků)	16
1.1.3 Analýza poměrových ukazatelů	17
1.1.4 Analýza soustav ukazatelů	23
1.2 Analýza efektivnosti investic (budoucí cash flow)	26
1.2.1 Diskontní sazba podniku	28
1.2.2 Vážené průměrné náklady kapitálu	30
1.2.3 Metody hodnocení efektivnosti investičních projektů	31
1.2.4 Náklady na vlastní kapitál	37
2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU.....	38
2.1 Charakteristika společnosti	38
2.2 Finanční analýza.....	40
2.2.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	40
2.2.2 Analýza rozdílových ukazatelů	45
2.2.3 Analýza poměrových ukazatelů	46
2.2.4 Analýza soustav ukazatelů	53
2.3 SWOT analýza	55
3 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ.....	57
3.1 Charakteristika investice	57
3.2 Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál (R_e).....	58
3.3 Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC).....	58
3.4 Stanovení diskontní sazby podniku.....	59
3.5 Vyčíslení ročních peněžních příjmů z investice.....	60
3.6 Vyčíslení kapitálových výdajů na investici.....	61
3.7 Hodnocení ekonomické efektivnosti investice.....	61
3.7.1 Čistá současná hodnota	61

3.7.2	Vnitřní výnosové procento (IRR).....	62
3.7.3	Doba návratnosti investice	63
3.7.4	Index ziskovosti (PI)	64
3.7.5	Průměrná rentabilita	65
3.8	Shrnutí	66
ZÁVĚR		68
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ		70
SEZNAM TABULEK		72

ÚVOD

Bakalářská práce se věnuje problematice zhodnocení ekonomické efektivity investičního záměru vybraného stavebního podniku působícího v Brně. Jedná se o investici do nemovitosti situované v Ostravě, kterou podnik zčásti pronajme a zčásti využije pro své účely jako kancelářské prostory. Investicí tak mj. rozšíří své obchodní zastoupení na východ České republiky, kde se lze rovněž předpokládat existenci lukrativních developerských projektů. Tato příležitost přispěje k budoucímu rozvoji podniku a k jeho konkurenceschopnosti.

Hlavním podkladem této práce je teorie čerpaná z odborných zdrojů, obsahující definice investic, investiční strategie, metody hodnocení ekonomické efektivity a dále to jsou metody pro zpracování finanční analýzy. Jsou též použity veřejně přístupné účetní výkazy spolu s podnikovými materiály, které tvoří výchozí bod analytické části.

Stěžejní část bakalářské práce tvoří samotné zhodnocení ekonomické efektivity investičního záměru, které předchází analýza celkové finanční situace. Finanční pozice (resp. finanční stabilita) je totiž významný faktor, který se při plánování investic musí zohlednit. Závěrem budou formulována doporučení ke zlepšení finanční situace a konstatování o ekonomické efektivity investice včetně doporučení pro případnou realizaci.

CÍLE PRÁCE A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ

Cílem bakalářské práce je s využitím příslušných metod zhodnotit ekonomickou efektivnost investičního projektu v podmínkách vybraného podnikatelského subjektu v oboru stavebnictví.

Naplnění cíle bakalářské práce lze rozdělit do následujících etap:

- Formulace teoretického základu
- Zhodnocení finanční situace podniku na základě vybraných metod finanční analýzy
- Zpracování plánu předpokládaných kapitálových výdajů a peněžních příjmů sledované investice
- Vyčíslení diskontní sazby podniku
- Aplikace vybraných metod hodnocení ekonomické efektivnosti investic: výnosnost investice, čistá současná hodnota, vnitřní výnosové procento, index ziskovosti a doba návratnosti
- Formulace doporučení managementu sledovaného podniku

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

V následujícím oddílu jsou definovány základní pojmy týkající se zhodnocení finančního zdraví podniku, investičních projektů a faktory působící na rozhodování v oblasti investic. Ke konci oddílu jsou prezentovány metody zhodnocení efektivnosti investičních projektů.

1.1 Elementární metody finanční analýzy

Finanční analýza je nedílnou součástí komplexní analýzy výkonnosti podniku. Hlavním úkolem je především posoudit současnou finanční pozici a zkoumat její příčiny, predikovat finanční situaci podniku v budoucnu, připravit podklady ke zlepšení současného stavu a tím zefektivnit rozhodovací procesy (10).

Výstupy finanční analýzy slouží jako podklady pro finanční management při rozhodování o dalším fungování a směřování podniku (9).

Mezi hlavní uživatele finanční analýzy můžeme řadit manažery, kteří potřebují znát ziskovost provozu, efektivnost využití zdrojů, likviditu podniku aj. Dále zaměstnance, kteří jsou zainteresováni z pohledu mzdové perspektivy a jistoty zaměstnání. Mezi další uživatele můžeme zařadit věřitele (zejména banky), kteří určují riziko návratnosti poskytnutých zdrojů, zajímající se zejména o likviditu a zadluženost. Dále konkurenty, kteří chtějí srovnání s jejich výsledky, a v neposlední řadě to jsou investoři (tj. akcionáři a společníci), kteří rozhodují o budoucích investicích. Tito se zajímají především o míru rizika a ziskovost vloženého kapitálu, dále je to stabilita a likvidita podniku, disponibilní zisk a tržní hodnota podniku (10).

Vstupy do finanční analýzy poskytuje systém účetního výkaznictví, který generuje finanční výkazy. Jde zejména o následující: (2)

- Rozvaha
- Výkaz zisku a ztráty
- Výkaz cash flow

Obecně platí dva přístupy k hodnocení hospodářských jevů, které lze aplikovat při finanční analýze:

▪ ***Fundamentální analýza***

Je založena na rozsáhlých znalostech vzájemných souvislostí mezi ekonomickými a mimoekonomickými jevy, na zkušenostech odborníků (nejen provozovatelů, ale i přímých účastníků ekonomických procesů), na jejich subjektivních odhadech i na citu pro situace a jejich trendy. Zpracovává velké množství kvalitativních údajů, a pokud využívá kvantitativní informaci, odvozuje zpravidla své závěry bez použití algoritmizovaných postupů (3).

▪ ***Technická analýza***

Používá matematických, statistických a dalších algoritmizovaných metod ke kvantitativnímu zpracování ekonomických dat s následným (kvalitativním) ekonomickým posouzením výsledků. Postup finanční analýzy je rozložen do následujících etap (3):

- a) výpočet ukazatelů zkoumané firmy
- b) srovnání hodnot s odvětvovými průměry
- c) analýza časových trendů
- d) analýza vztahů mezi ukazateli pomocí pyramidové soustavy
- e) návrhy na opatření ve finančním plánování a řízení

Dále v této práci bude použita technická analýza, neboť přes své nedostatky se již stala nezbytným nástrojem finančního řízení firem v tržních ekonomikách (3).

Elementární metody finanční analýzy patří mezi nejvíce využívané. Zaměřují se zejména na tyto skupiny ukazatelů (3):

Analýza extenzivních (absolutních) ukazatelů

- *Horizontální analýza (analýza trendů)*
- *Procentní analýza komponent*

Analýza rozdílových ukazatelů (fondů finančních prostředků)

- *Analýza čistého pracovního kapitálu*
- *Analýza čistých pohotových prostředků*
- *Analýza čistých peněžně-pohledávkových fondů*

Analýza poměrových ukazatelů

- *Ukazatele rentability*
- *Ukazatele aktivity*
- *Ukazatele zadluženosti*
- *Ukazatele likvidity*

Analýza soustav ukazatelů

- *Altmanova formule bankrotu (Z-score)*
- *Index důvěryhodnosti českého podniku (IN 05)*

V teoretické části bude nejdříve nastíněna problematika absolutních ukazatelů, po ní budou následovat rozdílové ukazatele, na které naváží ukazatele poměrové. Závěr kapitoly je věnován soustavám ukazatelů, konkrétně bankrotním modelům.

1.1.1 Analýza extenzivních (absolutních) ukazatelů

K hodnocení finanční situace podniků se při této analýze využívá přímo údajů obsažených v účetních výkazech. Kromě sledování změn absolutní hodnoty ukazatelů v čase se obvykle zjišťují také jejich relativní (procentní) změny (tzv. technika procentního rozboru). Konkrétní uplatnění absolutních ukazatelů lze najít v analýze vývojových trendů a v procentní analýze komponent (3).

➤ Horizontální analýza (analýza trendů)

Srovnává změny ukazatelů v čase. Při hodnocení situace firmy se berou v potaz rovněž okolní podmínky, jako např. změny v daňové soustavě, změny v poptávce, vstup nových konkurentů na trh, aj. (3).

Vzorec pro výpočet horizontální analýzy:

$$\text{změna [\%]} = \frac{\text{běžné období} - \text{předchozí období}}{\text{předchozí období}} \times 100$$

➤ Procentní analýza komponent

Při této analýze posuzujeme jednotlivé komponenty majetku a kapitálu, tzv. strukturu aktiv a pasiv firmy. Ze struktury aktiv a pasiv je zřejmé, jaké je složení hospodářských prostředků potřebných pro výrobní a obchodní aktivity firmy a z jakých zdrojů (kapitálu) byly pořízeny. Na schopnosti vytvářet a udržovat rovnovážný stav majetku a kapitálu závisí ekonomická stabilita firmy (3).

Vzorec pro výpočet procentní analýzy komponent:

$$\text{změna [\%]} = \frac{\text{položka}}{\text{celková aktiva}} \times 100$$

1.1.2 Analýza rozdílových ukazatelů (fondů finančních prostředků)

Slouží k analýze a řízení finanční situace firmy, především její likvidity. Jedná se o agregaci určitých stavových ukazatelů vyjadřujících aktiva nebo pasiva, resp. je chápán jako rozdíl mezi sumou určitých položek krátkodobých aktiv a určitých položek krátkodobých pasiv (tzv. čistý fond) (3).

➤ Čistý pracovní kapitál

Nejpoužívanější rozdílový ukazatel. Jde o rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy a celkovými krátkodobými dluhy. Pro finančního manažera představuje tento fond součást oběžného majetku financovaného dlouhodobým kapitálem, čili jde o část dlouhodobého kapitálu vázaného v oběžném majetku (3).

Vzorec pro výpočet čistého pracovního kapitálu:

$\text{čistý pracovní kapitál}^1 = \text{oběžná aktiva} - (\text{kr. závazky} + \text{kr. bankovní úvěry})$

$\text{čistý pracovní kapitál}^2 = (\text{rezervy} + \text{obchodní závazky} + \text{přijaté zálohy}) - DM$

➤ Čisté pohotové prostředky

Tento ukazatel je modifikací Čistého pracovního kapitálu, kdy odstraňuje jeho nedostatky. Jako jeden z nedostatků se uvádí, že se do ČPK zahrnují některé málo likvidní (popř. nelikvidní) položky oběžných aktiv. V českých podmínkách to jsou typicky nedobytné pohledávky. Tato skutečnost může vést k růstu ČPK, zatímco likvidita bude klesat. Ukazatel ČPK je též do jisté míry ovlivněn oceňováním majetku. Čisté pohotové prostředky využijeme, pokud se chceme přesvědčit o okamžité likviditě právě splatných závazků (13).

¹ Manažerský přístup k výpočtu.

² Investorský přístup k výpočtu.

Vzorec pro výpočet čistých pohotových prostředků (ČPP):

$$\text{ČPP} = \text{pohotov\acute{e} finan\c{c}n\acute{i} prostředky} - \text{okamžitě splatné závazky}$$

Výhodou ČPP je jeho nízká souvislost s oceňováním majetku, může však být ovlivněn časovým posunem plateb vzhledem k okamžiku zjišťování likvidity (3).

➤ **Čistý peněžně-pohledávkový fond (čistý peněžní majetek)**

Podle záměru finančního manažera a podle stupně likvidity, kterou je třeba posoudit, je možné definovat různé čistě peněžně-pohledávkové finanční fondy, které se liší zahrnutými položkami oběžných aktiv. Od oběžných aktiv se odečítají zásoby nebo i nelikvidní (nedobytné, dlouhodobé apod.) pohledávky a od takto vymezené části oběžných aktiv se odečtou krátkodobé závazky (10).

Vzorec pro výpočet čistého peněžního majetku (ČPM):

$$\text{ČPM} = (\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}) - \text{krátkodobé závazky}$$

1.1.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Vychází se nejčastěji z účetních dat (výkazu zisků a ztrát, rozvahy). Údaje v rozvaze mají charakter stavových veličin, naproti tomu výkaz zisků a ztrát charakterizují výsledky činnosti za určité období. Poměrové ukazatele jsou nejrozšířenější metodou finanční analýzy (3).

Ukazatele rentability

Hodnotí úspěšnost při dosahování cílů podniku srovnáváním zisku s jinými veličinami vyjadřujícími prostředky, které byly vynaloženy na dosažení tohoto výsledku hospodaření. (10).

- ROI (return on investment, ukazatel rentability vloženého kapitálu)

$$ROI = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

Tento ukazatel vyjadřuje, s jakou účinností působí celkový kapitál, vložený do firmy, bez ohledu na zdroj financování (3).

- ROA (return on assets, ukazatel míry výnosu aktiva)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$$

Tento ukazatel poměří zisk s celkovými aktivy podniku investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány (cizí, vlastní, dlouhodobé, krátkodobé). Je-li do čitatele vzorce dosazen EBIT (který v účetní metodice odpovídá zhruba provoznímu zisku), potom ukazatel měří hrubou produkční sílu podnikových aktiv před odpočtem daní a nákladových úroků. (3). EBIT se tedy hodí pro mezifirmní srovnávání.

- ROE (return on common equity, ukazatel rentability vlastního kapitálu)

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Jestliže podnik efektivně využívá cizí zdroje (pozitivní vliv „finanční páky), mělo by platit (ROE > ROA) (10).

- ROS (return on sales, ukazatel rentability tržeb)

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

Charakterizuje zisk vztažený k tržbám. Jmenovatel představuje tržní ohodnocení výkonů podniku za určité časové období (3).

- Finanční páka³ (financial leverage)

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ziskovost vlastního kapitálu by měla být vyšší než ziskovost celkového kapitálu. Je to právě tehdy, když je hodnota páky větší než 1 (10).

Ukazatele aktivity

Udávají, jak efektivně firma hospodaří se svými aktivy. Má-li jich více, než je účelné, vznikají tím zbytečné náklady, a tím i nízký zisk. Má-li jich naopak nedostatek, potom se musí vzdávat mnoha potenciálně výhodných příležitostí a přichází o výnosy, které by tak mohla získat. Uvádějí se v podobě ukazatelů vyjadřujících vázanost kapitálu ve vybraných položkách aktiv a pasiv, obratovost aktiv nebo dobu obratu aktiv (3).

- Obrat celkových aktiv

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}$$

Platí, že čím je tato hodnota vyšší, tím lépe pro podnik. Doporučená hodnota je vyšší od 1. V případě, že je ukazatel nižší, znamená to neúměrnou majetkovou vybavenost a zároveň jeho neefektivní užití (11).

- Obrat stálých aktiv

$$\text{obrat stálých aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{stálá aktiva}}$$

Obrat stálých aktiv, též obrat dlouhodobého majetku se omezuje na posouzení využití investičního majetku (11).

³ Termín „páka“ je třeba chápat jako možnost zvýšení ziskovosti vlastního kapitálu připojením cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu (3).

➤ Doba obratu zásob

$$doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{tržby} \times 360$$

Jde o průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby, nebo do doby jejich prodeje (3).

➤ Doba obratu pohledávek

$$doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky}{tržby} \times 360$$

Udává počet dnů, během nichž je inkaso peněz za každodenní tržby zadrženo v pohledávkách. Po tuto dobu musí firma vyčkávat na inkaso plateb za své již provedené tržby (3).

➤ Doba obratu závazků

$$doba\ obratu\ závazků = \frac{krátkodobé\ závazky}{tržby} \times 360$$

Jde o dobu od vzniku závazku do úhrady. Ukazatel má ideálně nabývat vyšší hodnoty, než u doby obratu pohledávek (11).

Ukazatele zadluženosti (finanční závislosti)

Finanční struktura má vliv na bonitu podniku a rentabilitu vloženého kapitálu. Existují právní normy, které vyžadují v určité míře vybavení vlastním kapitálem. Je též potřeba zdůraznit i důvod, jakým je např. ratingový proces, z něhož vyplývá nutnost nepřekročit v oblasti zadlužení určitou „kritickou“ mez. Finanční strukturu vzhledem k výše uvedeným faktům, významně ovlivňují aspekty spojené s rentabilitou vloženého kapitálu, zejména jde pak o otázky vztahující se k optimální míře zadluženosti (5).

Ukazatele finanční závislosti udávají vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování firmy, měří rozsah, v jakém firma využívá k financování dluhy (3).

- Celková zadluženost

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}}$$

- Koeficient samofinancování

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Ukazatel nepřímo vypovídá o dluzích na peněžní jednotku celkových aktiv. Větší hodnota ukazatele znamená pro podnik lepší možnosti financování. Kromě toho vlastní kapitál představuje rezervu tlumící ztráty a snižující nebezpečí konkurzu z předlužení (10).

- Stupeň krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji

Vzorec pro výpočet:

$$\frac{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{dlouhodobý majetek}}$$

Čím větší hodnota ukazatele, tím lépe. Podkapitalizování (nedostatečná výše vlastního kapitálu vzhledem k podnikovým aktivitám, přílišná zadluženost) znamená, že podnik musí krýt část svého dlouhodobého majetku krátkodobými zdroji, což je obecně mnohem horší, než překapitalizování (10).

- Doba splácení dluhu

$$\text{doba splácení dluhu} = \frac{\text{cizí zdroje} - \text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{provozní cash flow}^4}$$

- Úrokové krytí

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

⁴ Sedláček ve své publikaci nahrazuje provozní CF provozním výsledkem před zdaněním (EBIT). EBIT je použit i v analytické části této práce.

Ukazatele likvidity

Vyjadřují schopnost firmy dostát svým závazkům. Navazují na ukazatele finanční závislosti. Ukazatele se zabývají nejlikvidnější částí aktiv společnosti a dělí se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele. Nevýhodou je, že ukazatele hodnotí likviditu podle zůstatku oběžného majetku, ale ta v daleko větší míře závisí na budoucím peněžním toku (3).

➤ Běžná likvidita (likvidita III. stupně)

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry}}$$

Udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Ukazatel je citlivý na strukturu zásob a jejich reálné oceňování vzhledem k jejich prodejnosti a na strukturu pohledávek vzhledem k jejich neplacení ve lhůtě či nedobytnosti (3).

➤ Pohotová likvidita (likvidita II. stupně)

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry}}$$

V čitateli používá jen peněžní prostředky, krátkodobé cenné papíry a krátkodobé pohledávky (očistěné od těžko vymahatelných a pochybných, z důvodu neoprávněného zlepšování hodnoty ukazatele) (3). Doporučené hodnoty <1 – 1,5>.

➤ Okamžitá likvidita (likvidita I. stupně)

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry}}$$

Jde o nejužší vymezení likvidity. Počítá pouze s penězi v hotovosti a penězi na bankovních účtech. Doporučená hodnota ukazatele <0,2 – 0,5>. Vyšší hodnoty upozorňují na neefektivní využívání finančních prostředků (11).

1.1.4 Analýza soustav ukazatelů

Rozdílové a poměrové ukazatele mají samy o sobě omezenou vypovídací schopnost, protože charakterizují pouze určitý úsek činnosti podniku. Pro posouzení její celkové finanční pozice se proto vytváří výběrové soubory (soustavy) ukazatelů. Rostoucí počet ukazatelů v modelu zajišťuje detailnější vyjádření ekonomické situace podniku, avšak zároveň velký počet ukazatelů ztěžuje orientaci ve výsledcích a zejména závěrečné hodnocení pozice podniku (3).

Při utváření souborů ukazatelů se rozlišují:

- Soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů

Typickým příkladem jsou pyramidové rozklady, které slouží k indikaci ekonomických a logických vazeb mezi ukazateli pomocí jejich rozkladů (3).

- Účelové výběry ukazatelů

Sestavují se na principu komparativně-analytických či matematicko-statistických postupů. Účelem je sestavit takové kombinace ukazatelů, které by dokázaly diagnostikovat finanční pozici podniku (finanční zdraví), resp. predikovat jeho krizový vývoj (finanční tíseň) (3).

Dle účelu použití se člení na:

- a) *Bonitní (diagnostické) modely*

Účelem je pomocí jednoho syntetického ukazatele indikovat finanční pozici firmy (mezifiremní srovnávání) (3).

- b) *Bankrotní (predikční) modely*

Slouží jako systémy včasného varování, neboť dle chování vybraných ukazatelů predikují případné ohrožení finančního zdraví podniku (3).

V dalším výkladu budou použity účelové výběry ukazatelů, které jsou pro dané téma bakalářské práce vhodnější.

➤ Altmanova formule bankrotu (Z-skóre)

Ukazatel využívá metod matematické statistiky, konkrétně tzv. diskriminační analýzu. Indikuje finanční zdraví podniku za pomoci vybraných poměrových ukazatelů (10).

Model se zabývá predikcí finančního bankrotu sledovaného podniku.

Výpočet Altmanovy formule bankrotu:

$$Z = (0,717 * X1) + (0,847 * X2) + (3,107 * X3) + (0,420 * X4) + (0,998 * X5)$$

Kde

$X1 = (\text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé zdroje}) / \text{suma aktiv}$

$X2 = \text{nerozdělený zisk} / \text{suma aktiv}$

$X3 = \text{EBIT} / \text{suma aktiv}$

$X4 = \text{základní kapitál} / \text{celkové dluhy}$

$X5 = \text{tržby} / \text{suma aktiv}$

Indexy jsou váhy jednotlivých ukazatelů.

Interpretace hodnoty Z-faktoru:

$Z > 2,9$ uspokojivá finanční situace

$1,2 < Z < 2$ „šedá zóna“

$Z < 1,2$ riziko vážných finančních potíží

➤ Index důvěryhodnosti českého podniku (IN05)

S ohledem na fakt, že některé podniky mohou působit v různých odvětvích ekonomiky zároveň, byla vytvořena i zjednodušená verze indexu IN, která slouží k rychlému zjištění, zda podnik tvoří hodnotu či nikoliv (10).

Výpočet indexu důvěryhodnosti českého podniku:

$$IN05 = \left(-0,017 * \frac{A}{CZ} \right) + \left(4,573 * \frac{EBIT}{A} \right) + \left(0,481 * \frac{V}{A} \right) + \left(0,015 * \frac{OA}{KCZ} \right)$$

Kde:

A aktiva

CZ cizí zdroje

V celkové výnosy

OA oběžná aktiva

KCZ krátkodobé cizí zdroje (včetně krátkodobých bankovních úvěrů)

Zjednodušená verze se doporučuje v případech, kdy nelze pracovat s tržní hodnotou akcií vzhledem k její nízké vypovídající schopnosti, nebo pokud nelze stanovit náklady na vlastní kapitál (10).

Výsledné hodnoty lze interpretovat následovně:

IN > 2,070	podnik vytváří hodnotu
1,420 < IN < 2,070	podnik spíše tvoří hodnotu
1,089 < IN < 1,420	nelze určit, zda podnik tvoří hodnotu
0,684 < IN < 1,089	podnik spíše netvoří hodnotu
IN < 0,684	podnik netvoří hodnotu

1.2 Analýza efektivnosti investic (budoucí cash flow)

Rozhodování o investicích je důležitým strategickým rozhodováním finančních manažerů, neboť ovlivňuje budoucí firemní vývoj a jeho efektivnost. Investice zpravidla slouží několik let, proto jsou důležitým zdrojem přírůstků zisku firmy, ale i zátěží, které zatěžuje její chod především fixními náklady. Finanční teorie definuje investici jako vynaložení podnikových zdrojů za účelem získání užitků, které se v budoucnu očekávají. Investice lze rozdělit na (3):

- Kapitálové
- Finanční

Financováním podnikových investic se obvykle rozumí financování prvotního pořízení, obnovy a případné rozšíření různých forem investičního celku. Ve finančním řízení a rozhodování podniku by mělo platit „zlaté bilanční pravidlo“: *dlouhodobý majetek podniku je zapotřebí krýt dlouhodobým kapitálem - krátkodobými zdroji pak lze financovat i krátkodobý majetek*. Tam, kde se nepredikují finanční potíže, je výhodnější využívat krátkodobé zdroje financování (7).

Obecně mohou být zdrojem financování podnikových investic vlastní prostředky podniku (tzv. samofinancování), jako např. nerozdělený zisk, odpisy, dezinvestice z fixních aktiv, nebo to mohou být cizí zdroje, jako např. leasing, investiční úvěr, splátkový prodej, aj. Kritériem při rozhodování o investici je *výnosnost* (vztah mezi výnosy z investice a náklady, které investici zatěžují), *rizikovost* (nebezpečí, že investice nepřinese očekávané výnosy) a *doba splácení investice* (rychlost přeměny investičního projektu zpět na peněžní prostředky) (3).

Celková efektivnost investičních záměrů se musí hodnotit podle toho, do jaké míry přispívají k maximalizaci tržní hodnoty podniku (7).

Před dalším výkladem definuji dva termíny, které jsou pro tuto kapitolu klíčové.

Kapitálové výdaje

Kapitálové výdaje lze charakterizovat jako veškeré peněžní výdaje většího rozsahu, u nichž se očekává jejich přeměna na budoucí peněžní příjmy během delšího časového období. Zúží-li se kapitálové výdaje na výdaje určené na pořízení hmotného investičního majetku, pak by měly obsahovat zejména (7):

- a) Výdaje na pořízení investičního majetku
- b) Výdaje na trvalý přírůstek oběžného majetku (konkrétně na trvalý přírůstek čistého pracovního kapitálu) vyvolaný novou investicí

Peněžní příjmy z investice

Jde o nejkritičtější místo celého procesu kapitálového plánování a investičního rozhodování. Je tomu tak proto, že doba životnosti investičního projektu je delší, než doba jejího pořízení, takže vliv faktoru času se zde prohlubuje. Mnohem citelněji se zde promítá i možný vliv inflace. V teorii moderního finančního managementu se za roční peněžní příjmy z investice během její životnosti považují (7):

- a) Zisk po zdanění, který investice každý rok přináší
- b) Roční odpisy
- c) Změny oběžného majetku (čistého pracovního kapitálu) spojeného s investičním projektem v průběhu životnosti
- d) Zdaněný příjem z prodeje investičního majetku koncem životnosti

Specifické aspekty investování do nemovitostí

Trh nemovitostí v mnoha aspektech připomíná trh cenných papírů: v obou případech se obchoduje s majetkem, u něhož se předpokládají budoucí výnosy. V případě cenin jde o dividendy, úroky a kapitálové zhodnocení. U nemovitostí je většinou spekulativní motiv méně významný, avšak každého zajímá, jak se bude v budoucnu vyvíjet cena jeho bytu či domu (12).

Každý dům, byt, kancelářská budova či pozemek je svým způsobem unikátní. Právě proto bývá trh nemovitostí obecně charakterizován neprůhledností, malou likviditou a velkým významem důvěryhodných informací. Proto na trhu

nemovitostí mohou experti a poradci poskytnout mnohem lepší a cennější služby ve srovnání s rolí analytiků na finančním trhu (12).

Ceny nemovitosti (tím pádem i jejich výnosy) závisejí převážně na těchto faktorech (12):

- Nájemné
- Náklady
- Úrokové sazby
- Riziková prémie

V rámci celé ekonomiky krátkodobě o cenách nemovitostí rozhoduje zejména růst objemu peněz v ekonomice, kdežto dlouhodobě hraje roli růst zásoby nemovitosti v přepočtu na počet obyvatel, a objem stavební výroby. Z mikroekonomického pohledu hraje dominantní roli lokalita.(12).

1.2.1 Diskontní sazba podniku

Též *požadovaná výnosnost*. Nejobecněji ji lze definovat jako výnosnost, kterou investor požaduje jako minimální kompenzaci za odložení spotřeby a kompenzaci za podstoupení rizika investování. Požadovaná výnosnost projektu těsně souvisí (často i ztotožňuje) s průměrnými náklady kapitálu (WACC), tj. náklady, které daný podnik platí za získání různých zdrojů financování svého rozvoje. Platí pravidlo, že čím vyšší jsou WACC, tím vyšší musí být požadovaná výnosnost investičního záměru (7).

Diskontní sazba použitá pro ocenění by měla odpovídat výnosnosti alternativní investice, která by svými parametry byla ekvivalentní investici do oceňovaného podniku (8).

Ekvivalence se týká základních parametrů investice, tedy zejména:

- Rizika
- Doby
- Likvidnosti

Očekávaná výnosnost investora (z pohledu oceňovaného podniku), je reprezentována WACC. Proto při výnosovém oceňování mluvíme o tom, že diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů kapitálu (8).

V souvislosti s využitím WACC podniku pro hodnocení ekonomické efektivity investičních záměrů je třeba zdůraznit tyto skutečnosti:

- a) WACC podniku mohou být bez úprav použity pro hodnocení efektivity pouze u těch investičních záměrů, které mají přibližně stejnou strukturu kapitálového krytí, jako je současná kapitálová struktura daného podniku. V případě, že se kapitálová struktura kapitálu projektu zásadně odlišuje od současné kapitálové struktury, je třeba WACC chápat pouze jako základ⁵ požadované výnosnosti, který je nutno upravit (7).
- b) WACC podniku mohou být využity dále jen pro hodnocení těch investičních záměrů, které mají přibližně stejné podnikatelské riziko, jako je podnikatelské riziko podniku jako celku. V případě, že se investiční záměr spojuje podstatně vyšší rizikovitostí, než je riziko celého podnikání, je třeba základní diskontní sazbu opírající se o WACC, zvýšit (7).

Financuje-li podnik celou investici vlastním kapitálem, pak nákladem je požadovaný výnos z tohoto kapitálu (vyjádřený např. v dividendách) nebo výnos dosahovaný jinými možnými projekty (oportunitní náklady) nebo výnos stanovený speciálními postupy (např. modelem CAMP, stavebnicovým modelem, apod.) (1).

Značná část podniků využívá *kombinovaný způsob financování* – část investičních nákladů kryje vlastními zdroji, část cizími. Podle konkrétních kapitálových složek se pak počítají průměrné náklady kapitálu (1).

⁵ Lze se setkat i s termínem „referenční“ diskontní sazba

1.2.2 Vážené průměrné náklady kapitálu

V podnikové praxi je běžné, že se kapitál získává z různých zdrojů a v různých formách se kapitál i udržuje. Z toho důvodu jsou náklady celkového kapitálu podniku dány náklady jednotlivých forem kapitálu a jejich podílem na celkovém kapitálu podniku (4). V podstatě jde o váženou míru nákladovosti, protože určitou vahou se podílí na celkovém podnikovém kapitálu kapitál vlastní a určitou vahou kapitál cizí.

- Vážené průměrné náklady kapitálu WACC (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACC = \frac{Ck}{K} \times i \times (1 - d) + \frac{Vk}{K} \times nv$$

Kde:

K - Celkový kapitál (Ck+Vk)

Ck - Cizí kapitál

Vk - Vlastní kapitál

i - náklady cizího kapitálu

d⁶ - sazba daně z příjmů právnických osob

nv - náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu bývají interpretovány jako náklady ušlé příležitosti spojené s podnikatelskou činností, kdežto za náklady cizího kapitálu bývají dosazovány úrokové sazby veškerých půjček a úvěrů podniku (6).

Vážené průměrné náklady kapitálu jsou ve finančním řízení využívány trojím způsobem:

- Slouží jako základ pro stanovení diskontní sazby podniku při výpočtech ekonomické efektivnosti investičních záměrů u těch záměrů, které mají zhruba stejnou strukturu kapitálového krytí, jako je stávající kapitálová struktura podniku a jsou spojeny s podobným podnikatelským rizikem (4)

Výraz ve vzorci „(1-d)“ je definován jako „úrokový daňový štít“, což je v podstatě úspora, která vzniká v důsledku toho, že úrok je odpočitatelná položka pro zdanění zisku (7).

- Mohou být využity pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku (4)
- Jsou nejčastějším rozhodovacím kritériem pro výběr optimální kapitálové struktury (4)

1.2.3 Metody hodnocení efektivnosti investičních projektů

Podle toho, zda metody přihlížejí nebo nepřihlížejí k faktoru času, lze dělit na dvě skupiny metod (7):

- *Statické metody* (nerespektují faktor času) – např. prostá doba návratnosti

Lze aplikovat např. v případech, kdy jde o investování formou jednorázové koupě fixního majetku (budovy, stroje, apod.) a krátkou dobu životnosti pořízené investice (7).

- *Dynamické metody* (respektují faktor času) – např. vnitřní výnosové procento

Používá se tam, kde se počítá s delším horizontem pořízení investičního majetku a delším časovým obdobím jeho ekonomické životnosti. Respektování faktoru času ve výpočtech efektivnosti investičních projektů zásadním způsobem ovlivňuje úvahy o akceptování či zamítnutí projektu (7). Časová hodnota peněz je založena na přesvědčení, že spotřebitelé mají pozitivní časové preference pro spotřebu. To znamená, že se obecně dává přednost spotřebě dnes před spotřebou v budoucnu (14). Z tohoto důvodu v dalším výkladu volím dynamické metody hodnocení efektivnosti investičních projektů. Přispívá tomu i fakt, že jsou vhodné pro naprostou většinu investic.

V současné teorii hodnocení investičních projektů jednoznačně převažuje kritérium opírající se o *peněžní příjem* plynoucí z dané investice (tj. zdaněný zisk vyvolaný investicí plus odpisy, event. další možné příjmy). V praxi se setkáváme s následujícími metodami vyhodnocování efektivnosti investičních příležitostí (7).

- Čistá současná hodnota NPV (net present value)
- Index rentability PI (profitability index)
- Vnitřní výnosové procento /vnitřní míra výnosu/ IRR (internal rate of return)
- Doba návratnosti PP (payback period)
- Průměrná výnosnost /rentabilita/ ROI

➤ Čistá současná hodnota

Čistá současná hodnota investičního záměru je rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy a diskontovaným kapitálovým výdajem na investiční záměr. Jedná se o dynamickou metodu vyhodnocování efektivnosti investičních záměrů, která za efekt z investice považuje peněžní příjem plynoucí z dané investice, jehož základ tvoří očekávaný zisk po zdanění, odpisy a ostatní příjmy (7).

Výpočet Čisté současné hodnoty (NPV):

$$NPV = \frac{P_1}{(1+i)} + \frac{P_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{P_n}{(1+i)^n} - K$$

Kde:

$P_1, P_2, \dots, P_n$	Peněžní příjem z investice v jednotlivých letech její životnosti.
i	Požadovaná výnosnost
n	Doba životnosti projektu
K	Kapitálový výdaj

Interpretace výsledků NPV:

- a) Je-li $NPV > 0$ (diskontované peněžní příjmy z investice převyšují kapitálový výdaj), je investiční projekt pro podnik přijatelný. Garantuje požadovanou míru výnosu a zvyšuje tržní hodnotu podniku (7).
- b) Je-li $NPV < 0$ (diskontované peněžní příjmy z investice jsou menší než kapitálový výdaj), je investiční projekt pro podnik nepřijatelný. Negarantuje požadovanou míru výnosu a jeho akceptování by snížilo tržní hodnotu podniku (7).
- c) Je-li $NPV = 0$, je investiční projekt z pohledu podniku indiferentní (7).

➤ Index rentability

NPV bývá doplněna indexem rentability, který poměří současnou hodnotu příjmů z investice se současnou hodnotou kapitálových výdajů spojené s investicí (3).

Výpočet indexu rentability (PI):

$$PI = \frac{PV \text{ příjmů z investice}}{\text{kapitálové výdaje}}$$

Je-li hodnota indexu PI větší než 1, lze investici přijmout. Při srovnávání variant projektů vybereme tu, jejíž PI je větší (3).

➤ Vnitřní výnosové procento

Představuje další dynamickou metodu hodnocení efektivnosti investičních záměrů, která za efekt považuje peněžní příjem z investice a respektuje faktor času. Vnitřní výnosové procento (též vnitřní míra výnosu, vnitřní míra návratnosti) lze definovat jako takovou úrokovou míru, při které současná hodnota peněžních příjmů z investice se rovná kapitálovým výdajům (resp. současné hodnotě kapitálových výdajů). Vnitřní výnosové procento lze též definovat v návaznosti na čistou současnou

hodnotu. Potom je to taková úroková míra, při níž je čistá současná hodnota rovna nule (7).

Výpočet vnitřního výnosového procenta (IRR):

$$IRR \cong i^+ + \frac{PV^+ \times (i^- - i^+)}{PV^+ - PV^-}$$

Kde:

i^+	úroková míra, při níž bude současná hodnota peněžního toku kladná
i^-	úroková míra, při níž bude současná hodnota peněžního toku záporná
PV^+	kladný diskontovaný peněžní tok
PV^-	záporný diskontovaný peněžní tok

Má-li být na základě vnitřního výnosového procenta posuzován investiční projekt se standardním peněžním tokem, potom platí, že projekt je efektivní, pokud je vnitřní výnosové procento vyšší, než kalkulovaná úroková sazba zastupující alternativní záměr. Vnitřní výnosové procento lze též interpretovat jako kritická úroková sazba, jako dělicí čára mezi efektivností investičního záměru a jeho neefektivností. Rozhodnutí o akceptování či zamítnutí investičního projektu podle vnitřního výnosového procenta identické s rozhodnutím dle současné hodnoty peněžního toku (11):

- Projekt je efektivní, a lze jej přijmout, je-li $i < IRR$, protože současná hodnota je kladná
- Projekt je neefektivní, a nedoporučuje se jej přijmout, je-li $i > IRR$, protože současná hodnota je záporná

➤ Doba návratnosti

Obecně řečeno je to doba, za kterou se investice zaplatí z peněžních příjmů, které z investice plynou (zjednodušeně ze zisku po zdanění a odpisů). Čím je doba návratnosti kratší, tím je investice hodnocena příznivěji (7).

Jsou-li výnosy z investice v každém roce stejné, vypočteme dobu návratnosti jako (3):

$$\text{doba návratnosti [roky]} = \frac{\text{náklady na investici}}{\text{roční cash flow}}$$

Jsou-li výnosy z investice v každém roce jiné, zjistíme dobu návratnosti postupným načítáním ročních částek cash flow tak dlouho, až se kumulované částky cash flow rovnají investičním nákladům.

Nevýhodou ukazatele je, že nebere úvahu výnosy po době splácení a časové rozložení výnosů po dobu splácení (nepoužije-li se diskontování). V případě, že se použije diskontování (např. procentem nákladů na investici nebo požadovanou výnosností investice), lze získat představu o likviditě investice a především její rizikovosti (menším rizikem je kratší doba návratnosti než delší). Vyjadřuje pouze likviditu investičního projektu, nevyjadřuje však likviditu podniku jako celku (3).

Lze se též setkat s jinou metodou výpočtu, jak uvádí Valach. Návratnost je dána tím rokem životnosti investičního záměru, v němž platí požadovaná rovnost (7):

$$I = \sum_{i=1}^a (Z_n + O_n)$$

Kde:

I	kapitálový výdaj
Z_n	roční zisk z investice po zdanění v jednotlivých letech životnosti
O_n	roční odpisy z investice v jednotlivých letech životnosti
n	jednotlivá léta životnosti
a	doba návratnosti

➤ Průměrná výnosnost

Průměrná výnosnost investice (též průměrná rentabilita či účetní rentabilita) nepovažuje za efekt z projektu úsporu nákladů nebo peněžní příjem (jako NPV či IRR), ale zisk, který investice generuje. Jde zpravidla o průměrný roční zisk po zdanění. V zisku dosaženém investováním se promítá nejen hospodárnost v provozních nákladech a hodnotový rozsah projektu pomocí odpisů, event. i úroku, ale také ceny výstupů realizovaných projektem, objemem realizované produkce a její složení, což nákladová kritéria nerespektují nebo respektují jen z malé části. Kromě toho je možné porovnáním průměrné rentability investice s požadovanou minimální výnosností zjistit i absolutní efektivnosti, tj. zjistit, zda je investiční projekt jako takový pro podnik akceptovatelný či nikoliv (7).

Výpočet průměrné výnosnosti projektu (ROI):

$$ROI = \frac{\frac{\text{Celkový čistý příjem z investice}}{\text{Počet let trvání investice}}}{\text{Kapitálové výdaje}} \times 100$$

1.2.4 Náklady na vlastní kapitál

Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál je obecně komplikovaná záležitost. Existují 2 přístupy k jejich vyčíslení.

a) Stavebnicová metoda

Model a jeho koeficienty vytvořilo Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky pro malé a střední podniky. Hodnotu vlastního kapitálu stanovuje na základě přírážek za různá rizika, kterým je kapitál ve firmě zatížen (16).

Stavebnicová metoda výpočtu

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab}$$

Kde:

r_f	bezriziková výnosová sazba, kterou MPO (15) stanovuje pro dané období
r_{LA}	riziko velikosti podniku
$r_{podnikatelské}$	podnikatelské riziko
$r_{FinStab}$	riziko finanční stability

b) Model oceňování kapitálových aktiv

Model oceňování kapitálových aktiv CAMP (capital asset pricing model) je přes všechny své problémy v současnosti stále základním přístupem jak odhadovat náklady vlastního kapitálu pro tržní, případně objektivizovanou hodnotu (8).

Model CAMP

$$n_{VK} = r_f + \beta \times (R_m - r_f)$$

Kde:

n_{VK}	náklady vlastního kapitálu
r_f	bezriziková výnosová míra
β	koeficient beta
R_m	průměrná výnosnost kapitálového trhu
$r_f - R_m$	průměrná riziková premie kapitálového trhu

V analytické části je pro výpočet nákladů na vlastní kapitál podniku použita stavebnicová metoda Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.

2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

Analytická část této práce navazuje na předchozí teoretický oddíl. Jsou zde aplikovány zvolené metody finanční analýzy, jejichž účelem je zhodnotit úroveň finančního zdraví vybraného podniku.

2.1 Charakteristika společnosti

Název STAMACO engineering, s. r. o.

Vznik 8. Září 2010

Sídlo Štefánikova 8, 602 00 Brno

Předmět podnikání Stavba a rekonstrukce rodinných domů,
inženýrské a technické poradenství,
stavební dozor

Základní kapitál 200 000,- Kč

▪ Obecné informace

Společnost STAMACO engineering s.r.o. svou nabídkou služeb navazuje na úspěchy a zkušenosti společnosti STAMACO-stavební materiály & consulting s.r.o. založené v roce 2008 týmem zkušených profesionálů v oblasti stavebnictví.

▪ Zákazníci

Mezi zákazníky firmy Stamaco engineering, s. r. o. patří jak fyzické osoby, tak osoby právnické. Převažuje stavba rodinných domů a rekonstrukce. Dále se účastní větších projektů, kde se s dalšími stavebními podniky podílejí na určitém sektoru. Příkladem může být nedávná výstavba Univerzitního kampusu Bohunice, určeného pro Masarykovu univerzitu v Brně.

- Konkurence

V Brně a okolí působí celá řada malých a středních stavebních firem. Navzájem si konkurují a tím zlepšují kvalitu výsledných produktů i přístup k zákazníkům. Mezi hlavní konkurenty patří stavební firma Metrostav, a. s., která je v tuzemsku lídrem odvětví.

- Predikce vývoje

STAMACO engineering je relativně mladou a dynamickou stavební firmou sídlící v Brně. Díky osobnímu přístupu k zákazníkům a kvalitě poskytovaných služeb, nemá firma v současné době nouzi o zakázky. Podíl významnějších dlouhodobých zakázek roste, firma nabírá stále další zaměstnance, a úvěrové společnosti jsou ochotny půjčovat stále vyšší částky.

2.2 Finanční analýza

Tato dílčí část posoudí vývoj změn vybraných finančních ukazatelů v čase. Vychází se z dat v účetních výkazech, které jsou dle zákona č. 563/1991 Sb. O účetnictví veřejně přístupné.

2.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

Jedná se o první ukazatel přímo patrný z účetních výkazů. Kromě sledování změn absolutních ukazatelů v čase se zjišťují i jejich relativní změny (tzv. technika procentního rozboru).

- Horizontální analýza rozvahy

Tabulka 1: Horizontální analýza rozvahy v letech 2010 - 2012

	2010 (v tis. Kč)	2011 (v tis. Kč)	Změna	2012 (v tis. Kč)	Změna
Aktiva celkem	11 897	14 303	20,22%	20 851	45,78%
Stálá aktiva		186	87,17%	653	251,08%
Oběžná aktiva	11 896	14 096	18,49%	20 173	43,11%
Zásoby	70	1 740	2385,71%	1 200	-31,03%
Krátkodobé pohledávky	11 620	12 087	4,02%	18 295	51,36%
Vlastní kapitál	498	685	37,55%	2 239	226,86%
Cizí zdroje	11 399	13 618	19,47%	18 612	36,67%
Krátkodobé závazky	10 499	11 808	12,47%	14 295	21,06%
Bankovní úvěry	900	1 810	101,11%	500	-72,38%

Zdroj: Vlastní zpracování

Firma STAMACO engineering zahájila podnikání v roce 2010 s relativně malým majetkem. Z tabulky 1 je patrné, že výše aktiv neustále roste. Výrazný nárůst je již v roce 2011, kdy největší skok zaznamenaly zásoby, které vzrostly téměř 24 násobně oproti předchozímu roku. Konkrétně to byly izolační pásy, PWC fólie a tepelné izolace,

kteřá firma v důsledku prvních zakázek začala nakupovat. V roce 2012, kdy už firma pracovala na větších zakázkách, došlo k úbytku nedokončené výroby, a to téměř o třetinu. Velice dynamický je i vývoj stálých aktiv, který značí pořízení samostatných movitých věcí. Nyní mají ve vlastnictví 2 užitková a 3 osobní vozidla. Ve firmě STAMACO tvoří cizí zdroje z největší části závazky z obchodních vztahů, dále to jsou dlouhodobé závazky (v roce 2012 ve výši 3,8 mil Kč), menší, ale stále významnou částí jsou také závazky ke společníkům. Zbytek spadá do kategorie jiné závazky. V posledním sledovaném roce jsou jiné závazky ve výši 2 mil. Kč. V roce 2012 byl zaznamenán nárůst krátkodobých pohledávek, kde dominují zejména pohledávky z obchodního styku. Vlastní kapitál, interpretovaný jako nositel podnikatelského rizika (a jehož podíl na celkových pasivech je ukazatelem finanční jistoty) vzrostl v roce 2012 téměř o čtvrtinu, na kterém se velkou měrou podílel velmi dobrý výsledek hospodaření, je bezpochyby dobrým signálem vůči věřitelům. Co se týče bankovních úvěrů, firma STAMACO v roce 2012 splatila téměř tři čtvrtiny svých závazků vůči bankám.

- Horizontální analýza Výkazu zisku a ztrát

Tabulka 2: Horizontální analýza Výkazu zisku a ztrát v letech 2010 - 2012

	2010 (v tis. Kč)	2011 (v tis. Kč)	Změna (v %)	2012 (v tis. Kč)	Změna (v %)
Výkony	13 253	19 326	45,82%	31 430	62,63%
Přidaná hodnota	454	733	61,45%	2 674	264,80%
Provozní VH	380	316	-16,84%	2 301	628,16%
VH po zdanění	298	186	-37,58%	1 554	735,48%

Zdroj: Vlastní zpracování

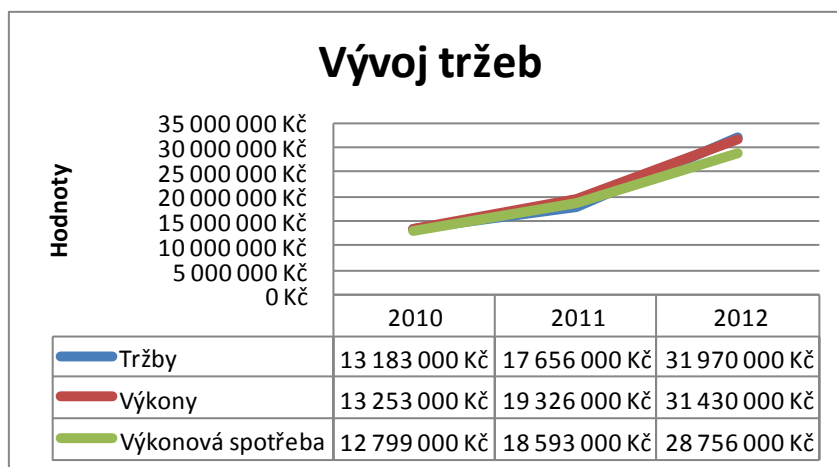
Výkony firmy zaznamenali největší změnu v období 2011-2012, kdy vzrostly o více než 60%, (v absolutním vyjádření o 12 104 000,- Kč). Příznivě se na nich podílel zejména nárůst tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Přestože ve firmě v posledním sledovaném období výrazně vzrostla výkonová spotřeba a hojně se též využívaly služby, přidaná hodnota vzrostla na svůj 2,5 násobek.

Co se týče provozního výsledku hospodaření, za meziroční pokles téměř 17% v období

2010-2011 může z velké části skoková změna osobních a mzdových nákladů a s tím související sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. V dalších letech navzdory dalšímu růstu osobních, mzdových a provozních nákladů vzrostla hodnota provozního hospodářského výsledku více než šestkrát. Lze to vysvětlit dynamickým vývojem výkonů.

Obrázek 1: Trend tržeb



Zdroj: Vlastní zpracování

Ve výnosech firmy STAMACO engineering dominují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. V posledních dvou sledovaných letech byl meziroční nárůst více než 80% (v absolutním vyjádření 14 314 000,- Kč), což lze vysvětlit větším počtem zakázek a zvýšením výrobních kapacit. Náklady sice rostly zároveň s tržbami, avšak pomalejším tempem, což umožnilo tak velký nárůst.

- Vertikální analýza rozvahy

Tabulka 3: Vertikální analýza rozvahy v letech 2010 - 2012

	2010 (v %)	2011 (v %)	2012 (v %)
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00
Stálá aktiva	x	1,30	3,13
Zásoby	00,59	12,17	5,76
Krátkodobé pohledávky	97,67	84,51	87,74
Vlastní kapitál	04,19	4,79	10,74
Cizí zdroje	95,81	95,21	89,26

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 3 v položce stálá aktiva, můžeme pozorovat velmi mírný rostoucí trend, který značí, že firma STAMACO nedostatečně investuje do svých stálých aktiv důležitých k posílení vlastní stability. V zásobách bylo v roce 2012 vázáno 1,2 mil Kč. Jednalo se především o izolační pásy, tepelné izolace a PWC fólie, které firma hodně využívá. Mezi krátkodobými pohledávkami dominují pohledávky z obchodních vztahů. Je zřejmé, že pohledávky jsou do velké míry kryty z převážně krátkodobých cizích zdrojů.

Co se týče podnikových pasiv, tak zřetelně dominují cizí zdroje a to ve všech sledovaných obdobích. Struktura vlastního kapitálu je tvořena zejména výsledkem hospodaření, který je z velké části dále v podniku zadržován, což způsobuje i růst nerozděleného zisku minulých let.

- Vertikální analýza Výkazu zisku a ztrát

Z tabulky 4 - analýza komponent Výkazu zisku a ztrát je zřejmé, že na celkových tržbách se nejvíce podílí výkonová spotřeba, a to ve všech sledovaných obdobích. V roce 2011 výkonová spotřeba dokonce převýšila celkové tržby, což zapříčinilo mírný propad jak v provozním VH, tak i celkovém VH za účetní období.

Pozitivní je trend přidané hodnoty, který v čase pozvolna roste. V období 2011 – 2012 přidaná hodnota vzrostla dokonce na dvojnásobek. Pozitivum lze nalézt i u již zmíněné výkonové spotřeby, která v roce 2012 oproti roku předchozímu klesla o 15 procentních bodů.

Tabulka 4: Vertikální analýza Výkazu zisku a ztrát v letech 2010 - 2012

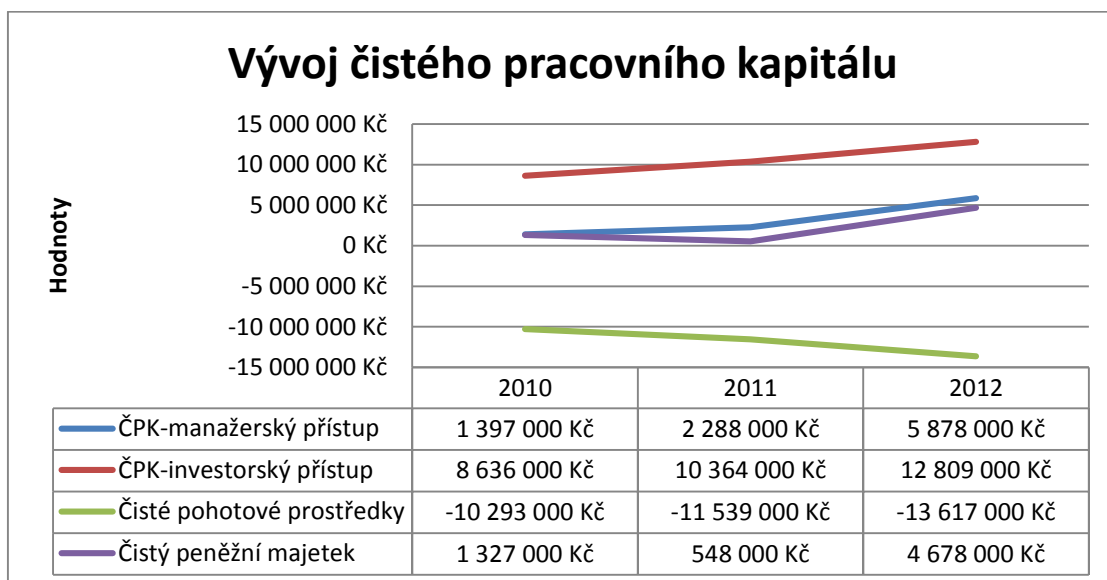
	2010 (v %)	2011 (v %)	2012 (v %)
Celkové tržby	1,00	1,00	1,00
Výkonová spotřeba	0,97	1,05	0,90
Přidaná hodnota	0,03	0,04	0,08
Provozní VH	0,03	0,02	0,07
VH za účetní období	0,02	0,01	0,05

Zdroj: Vlastní zpracování

2.2.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Po absolutních ukazatelích následuje oddíl věnovaný ukazatelům rozdílovým.

Tabulka 5 Vývoj čistého pracovního kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování

Čistý pracovní kapitál, obecně představuje rezervu pro krytí v budoucnu nepředvídatelných výdajů, resp. jde o část dlouhodobého kapitálu vázaného v oběžném majetku. Z tabulky 5 lze vyčíst příznivé hodnoty všech ukazatelů.

2.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele tvoří jádro finanční analýzy. Vybrané poměrové ukazatele budou použity i v analýze soustav ukazatelů.

- Rentabilita

Tabulka 6: Ukazatele rentability

	2010 (v %)	2011 (v %)	2012 (v %)	2012 Oborový průměr
ROI	3,19	2,21	11,04	x
ROA	2,5	1,3	7,45	3,3
ROE	59,84	27,15	69,41	6,8
ROS	2,26	1,05	4,86	x

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů a diagnostického modelu INFA (MPO)

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) je na první pohled do tabulky 6 ve všech letech vyšší, než ukazatel rentability celkového vloženého kapitálu (ROA).

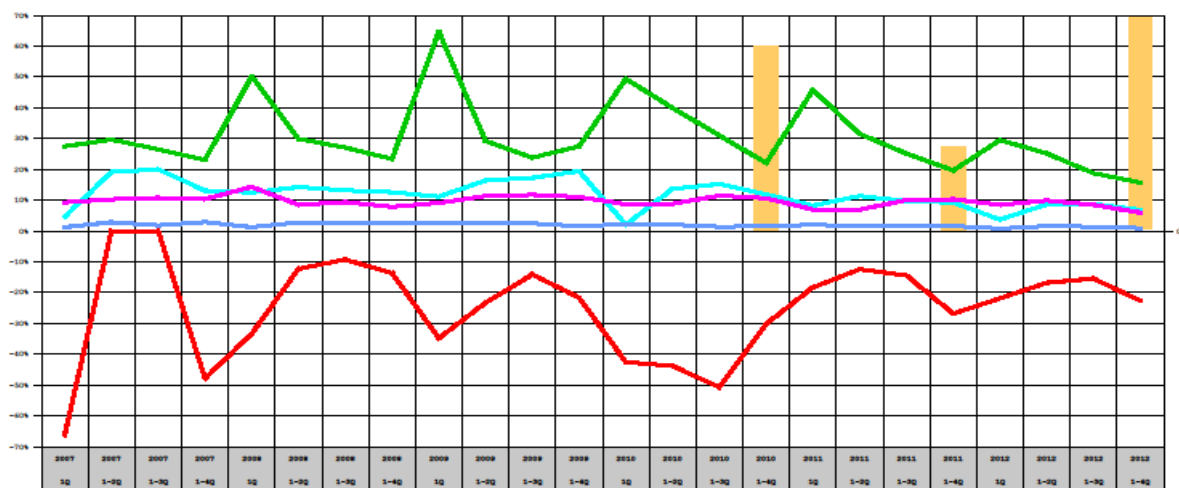
Dokládá to kladné působení finanční páky, tedy že firma STAMACO využívá cizích zdrojů financování efektivně.

Ukazatel ROA převyšuje v roce 2012 oborový průměr o více jak 4 procentní body.

Podnik tak se svým majetkem hospodaří lépe, než průměrná stavební firma.

Rentabilita celkového kapitálu (ROI) je na dobré úrovni až v roce 2012. Za toto výrazné zlepšení může skokový nárůst provozního výsledku hospodaření, který podnik ve sledovaném roce vygeneroval.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE), který je srovnáván s oborovým průměrem, dosáhl ve sledovaných letech nadprůměrných hodnot. Lze to vysvětlit faktem, že podnik je na trhu relativně nový a využívá tedy spíše zapůjčený cizí kapitál. Vygenerovaný zisk se tak poměruje s menším vlastním kapitálem a proto hodnoty vycházejí vyšší.

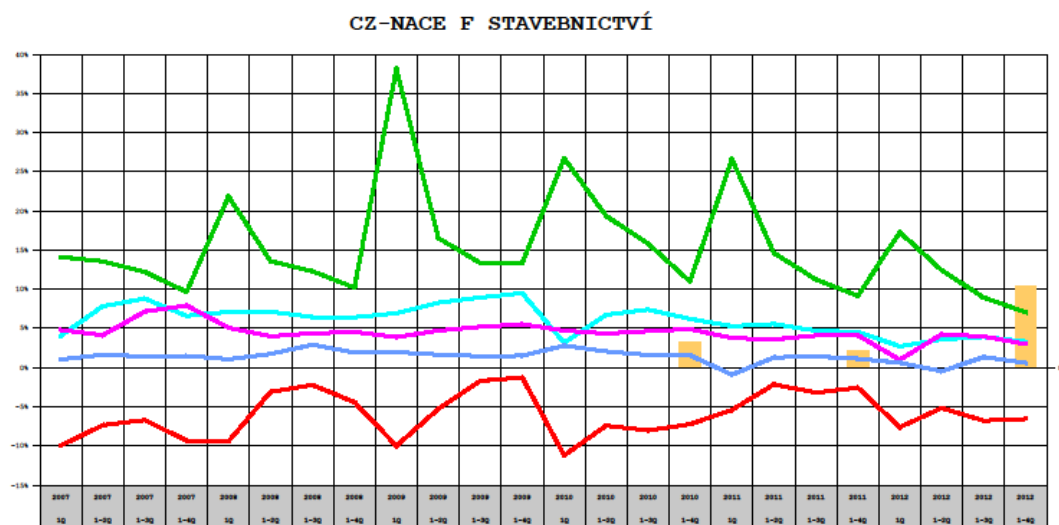


RF = podniky mající ROE v intervalu $rf < ROE$

ZI – podniky s ROE v intervale $0 < \text{ROE} \leq r_f$

ZT – ztrátové podniky a podniky se záporným

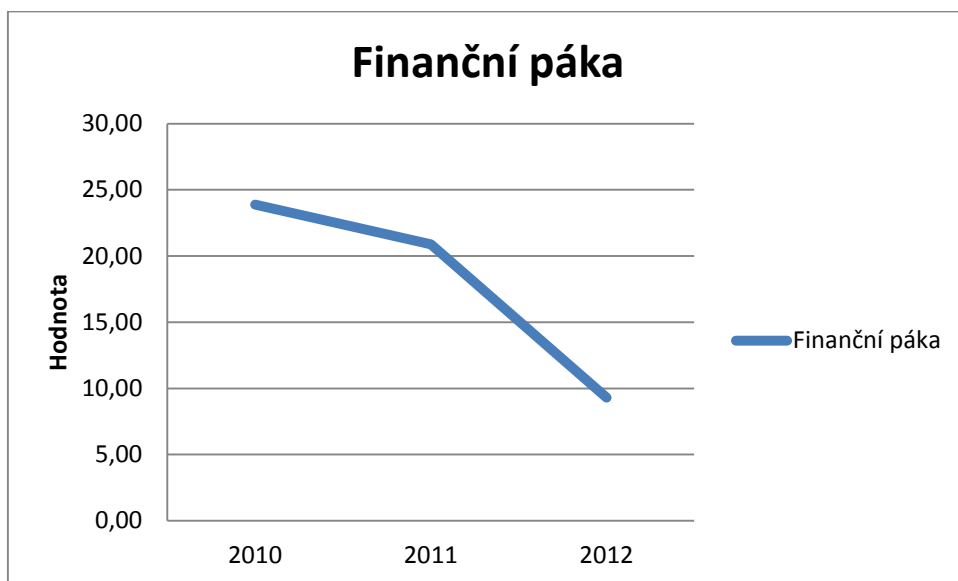
Tabulka 8 Benchmarking (EBIT) dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu



Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu (15)

Produkční síla (EBIT) v čase stále roste. Zatímco první dvě sledované období byla hodnota podniku pod oborovým průměrem, v roce 2012 se hodnoty vyšplhaly dokonce nad průměr finančně velmi silných podniků, které tvoří hodnotu. Zapříčinil to významný nárůst provozního výsledku hospodaření, který vzrostl rychleji než celková aktiva. Z velké části ukazatel ovlivnil fakt, že firma STAMACO ve sledovaném roce dokončila větší zakázku, na kterou si však potřebné zařízení a majetek zapůjčila.

Tabulka 9 Finanční páka



Zdroj: Vlastní zpracování

Přestože má trend finanční páky klesající tendenci, pohybuje se stále v kladných hodnotách (viz. tabulka 9). Značí to fakt, že rentabilita vlastního kapitálu převyšuje rentabilitu celkového kapitálu vloženého do podnikání. Podnik tak vytváří hodnotu pro vlastníky.

- Likvidita

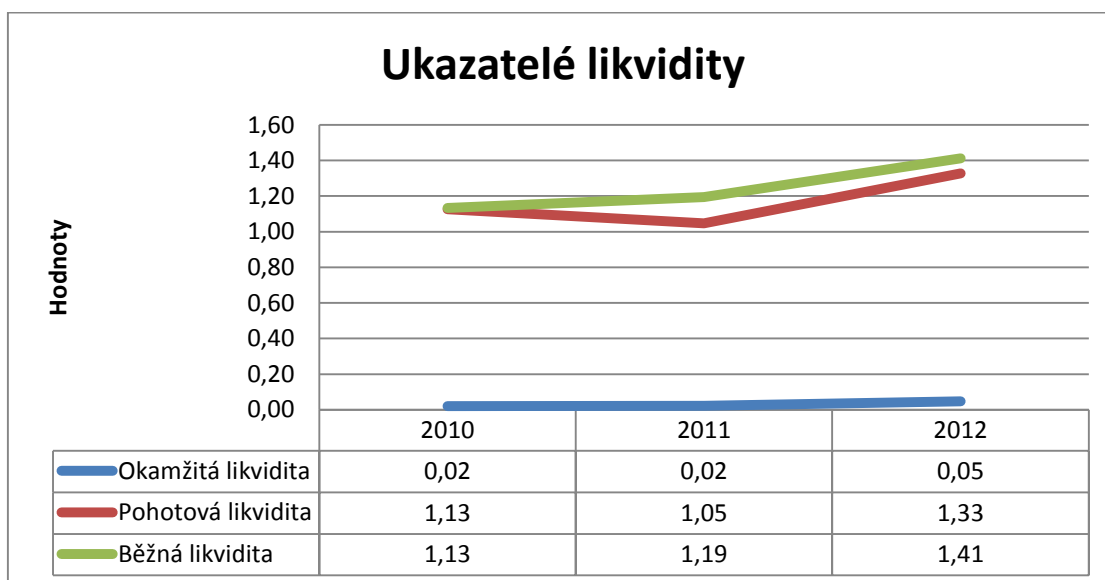
Celkovou likviditu firmy STAMACO lze hodnotit kladně, přestože se ukazatel okamžité likvidity, jak znázorňuje tabulka 10, pohybuje mírně pod doporučenými hodnotami. Hodnotu ukazatele „kazí“ zejména mírně rostoucí krátkodobé závazky. V roce 2012 však podnik zvýšil svoji finanční hotovost, a dosahuje tak doporučených hodnot.

Ukazatel pohotové likvidity se doporučuje v rozmezí hodnot [1 – 1,5]. Ve všech sledovaných obdobích se tedy podnik pohybuje v doporučovaných hodnotách s mírně rostoucím trendem.

Běžná likvidita dosahuje téměř doporučených hodnot. S tímto trendem bude brzy kategorizována jako finančně zdravý podnik dle bankovních standardů.

Na základě výše uvedených tvrzení o likviditě, lze firmu STAMACO označit jako solventní.

Tabulka 10 Vývoj ukazatelů likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování

- Zadluženost

Dle zlatých pravidel financování je doporučená struktura pasiv 50:50, tzn., že polovinu by měl tvořit vlastní kapitál a polovinu cizí zdroje. K tomuto doporučení se podnik blíží zatím velmi pomalu. Je to dáno především tím, že na trhu působí kratší dobu a bez vyššího zadlužení by se zatím neobešel.

Na výbornou vychází doba splácení dluhů vůči bankám znázorněné v tabulce 11. V roce 2012 by podnik při své výkonnosti splatil své úvěry za méně než půl roku.

Ukazatel úrokové krytí informuje o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Bankovní standard je zhruba trojnásobek. Firmě STAMACO se to v průměru ve všech sledovaných obdobích daří téměř dvacetkrát. Na druhou stranu cizí zdroje tvoří v podniku z největší části závazky z obchodních vztahů. Bankovní úvěry a výpomoci tvoří pouze malou část.

Tabulka 11 Vývoj zadluženosti

	2010	2011	2012
Celková zadluženost	95,81%	95,21%	89,26%
Koeficient samofinancování	0,04	0,05	0,11
Doba splácení dluhů (roky)	3,02	9,73	0,31
Úrokové krytí	38,00	6,72	13,95

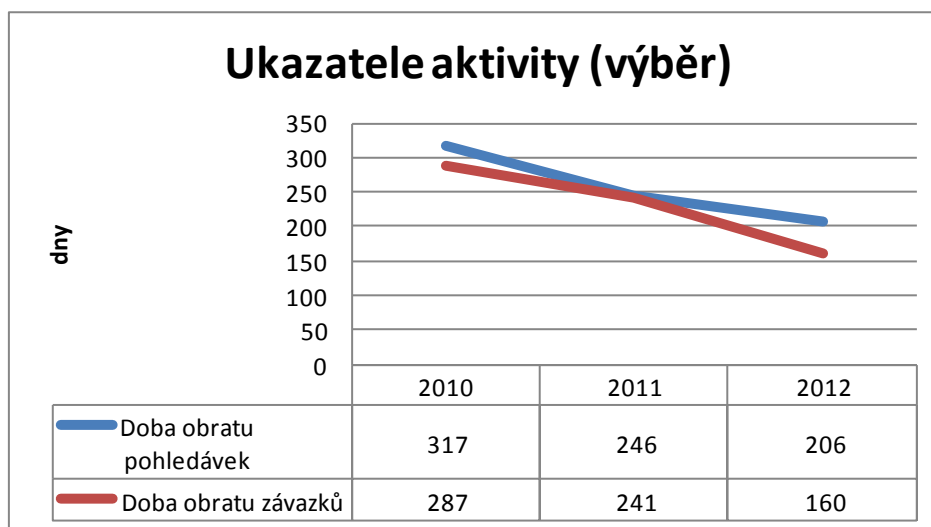
Zdroj: Vlastní zpracování

- Řízení aktiv (aktivita)

Ukazatele aktivity upozorňují v tabulce 12 na problém v provozní oblasti. Doba obratu pohledávek je ve sledovaném období vyšší, než doba obratu závazků. Podnik tak nevyužívá „levného provozního úvěru“ a hrozí, že se v budoucnu dostane do platební neschopnosti. Výhled pro další roky je skeptický. Průměrná doba inkasa pohledávek pro odvětví stavebnictví je 95 dnů. Tohoto průměru podnik nedosahuje, avšak se stávajícím trendem se mu to může do pěti let podařit.

Na druhou stranu z dalších ukazatelů aktivity lze vypožorovat trend v oblasti produktivity z přidané hodnoty. Ta při počtu 14 stálých zaměstnanců v čase roste, což je žádoucí. V letech 2011 – 2012 vzrostla dokonce na svůj 2,5 násobek.

Tabulka 12 Vývoj ukazatelů aktivity



Zdroj: Vlastní zpracování

2.2.4 Analýza soustav ukazatelů

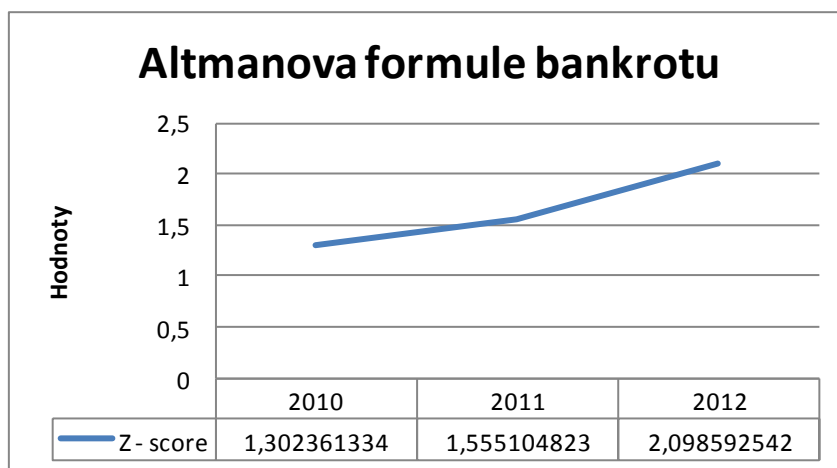
Analýza soustav ukazatelů neupozorní na případný problém. Její síla spočívá v tom, že stakeholderům nastíní, kam podnik směřuje.

V této práci jsou použity bankrotní modely, a to Altmanova formule bankrotu (Z – score) a Index důvěryhodnosti českého podniku (IN 05).

- Altmanova formule bankrotu

Model Altmanova indexu konstruovaný pro společnosti s ručením omezeným.

Tabulka 13 Altmanova formule bankrotu (Z-score)



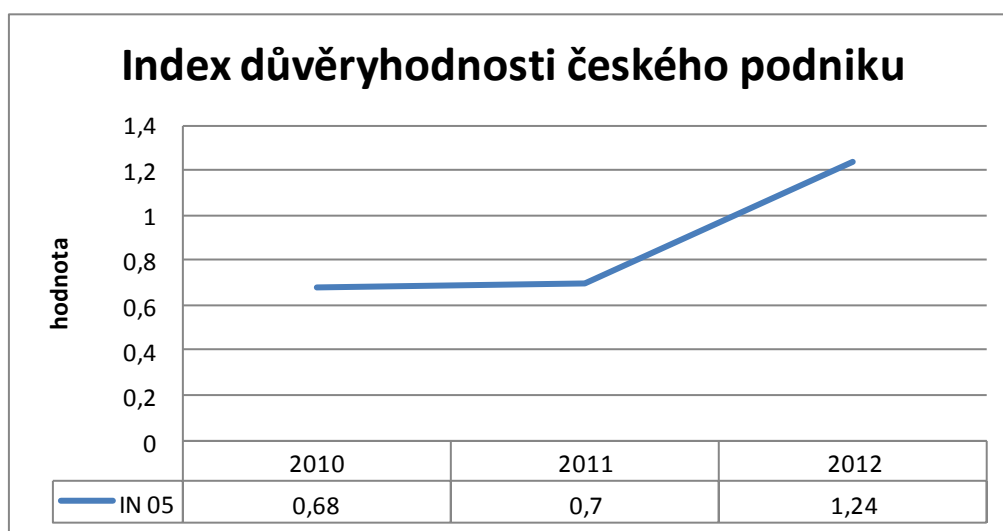
Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky 13 je patrné, že se v období 2010 – 2011 podnik nachází v „Šedé zóně“, kdy mu však díky kladnému trendu bezprostředně nehrozí vážnější finanční potíže. V posledním sledovaném roce podnik překračuje hodnotu ukazatele 2 a pozvolna se tak dostává do vyšší zóny, která je pro investory přijatelnější. Ukazateli napomohla zejména fakt, že tržby rostly rychleji než celková aktiva.

- Index důvěryhodnosti českého podniku (IN05)

Dle tohoto indexu znázorněného v tabulce 14 podnik v prvních dvou sledovaných letech spíše netvoří hodnotu pro vlastníky. V roce 2012 ovšem spadá do „vyšší zóny“ a je na nejlepší cestě k tvorbě hodnoty. S tímto trendem se brzy dostane do stabilní zóny, která je investory hodnocena lépe.

Tabulka 14 Index důvěryhodnosti českého podniku



2.3 SWOT analýza

SWOT analýza firmy STAMACO vychází ze závěrů finanční analýzy a jejich interpretací. Důraz je kladen na silné a slabé stránky finančního hospodaření.

Tabulka 15 SWOT analýza

	Silné stránky	Slabé stránky
Vnitřní prostředí	<i>Finančně zdravý podnik. Ukazatele Likvidity a Čistého pracovního kapitálu v doporučených hodnotách. Podnik dodržuje zlaté pravidlo financování. Rentabilita je dlouhodobě udržitelná, a má kladný trend.</i>	<i>Způsob financování je rizikový. Na financování provozních aktivit převažuje krátkodobý cizí kapitál. Prodlužuje se průměrná doba inkasa pohledávek. Riziko vzniku platební neschopnosti.</i>
	Příležitosti	Hrozby
Vnější prostředí	-rozvoj a realizace developerských stavebních projektů -investice ze strukturálních fondů -rozvoj bytové výstavby podpořený vývojem trhu hypotečních úvěrů, stavebního spoření a hladiny úrokových sazeb	-možný pokles objemu státních zakázek v případě politických či ekonomických změn -vstup zahraničních stavebních společností na český trh -základní sazba DPH na stavební parcely i v příštích letech -spojení hráčů na trhu -cenové války a nekalá konkurence

Zdroj: Vlastní zpracování na základě (22)

Stavebnictví je kapitálově náročné odvětví, vyznačující se náročností na kapitál a jeho pomalý obrat. Zejména to pro podniky s krátkou historií. Stav bilance firmy STAMACO je dán tím, jak funguje zejména v provozní i v investiční oblasti. Nemá zatím potřebu investovat do dlouhodobého majetku za účelem posílení stability, a v případě potřeby si jej najímá. Ve výkazech se tyto aktivity nepromítají. Platí to i u zaměstnanců, kterých je v podniku trvale 14, a v případě větší zakázky potřebné

zaměstnance najímá. Pro malé stavební firmy je fakturování práce typické. Pro část administrativy (zejména účetnictví) volí outsourcing.

V účetních výkazech dochází ke skokovým změnám zejména směrem nahoru, je to dáno tím, že firma STAMACO je v odvětví relativně nová a tedy jakákoliv změna je výrazná. Například v období 2010 a 2011 vzrostly zásoby meziročně téměř 24 x. Skoková je i změna u Výsledku hospodaření po zdanění, který v v posledních dvou sledovaných obdobích vzrostl meziročně téměř 7,5 x.

Celková zadluženost v posledním sledovaném období klesla na 90 %, přičemž schopnost uhradit nákladové úroky provozním výsledkem hospodaření na nadmíru dobrý. Výše bankovních úvěrů je relativně nízká, větší část dluhu tvoří závazky vůči dodavatelům.

Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb mají dlouhodobě kladný trend. V posledním sledovaném období vzrostly dokonce o 80 %, což zapříčinila větší zakázka, kterou firma získala.

Pohledávky jsou z velké části kryty krátkodobými cizími zdroji, kde dominují závazky z obchodního vztahu.

Přidaná hodnota v čase roste, což je pozitivní. Pozitivní je i trend přidané hodnoty, který v čase pozvolna roste. V období 2011 – 2012 vzrostl dokonce na svůj dvojnásobek. Pozitivum lze nalézt i u již zmíněné výkonové spotřeby, která v roce 2012 oproti roku předchozímu klesla o 15 procentních bodů.

Zadržování zisku v podniku snižuje efektivitu podnikání.

Firma STAMACO se jeví jako finančně stabilizovaná a rentabilní. Ukazatele se pohybují v doporučených hodnotách, a tyto hodnoty by měly být udržitelné i v delším časovém horizontu.

Finanční zdraví dle bankrotních modelů je uspokojivé s dobrým výhledem nutným k budování podnikové konkurenceschopnosti.

V případě firmy STAMACO lze uvažovat o investičním záměru, jehož ekonomické zhodnocení je součástí návrhové části bakalářské práce.

3 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ

Firma STAMACO engineering zvažuje koupi nemovitosti v Ostravě za účelem zčásti pronájmu a zčásti využití pro vlastní potřeby. Jedná se o nebytové prostory staršího domu, který chce podnik zrekonstruovat. Po rekonstrukci polovinu nemovitosti nabídnou k pronájmu a druhou polovinu využijí pro své účely jako kancelářské prostory.

Přestěhováním části vedení do Ostravy, firma sleduje rozšíření své základny ve smyslu obchodního zastoupení na východě České republiky.

3.1 Charakteristika investice

Zahájení kapitálové výstavby v 1. čtvrtletí 2014. Časový horizont investice zvolen 10 let. Jednotlivé položky plánu jsou znázorněny v tabulce 16.

Tabulka 16 Finanční plán investice

Předmět: Nemovitost	
Požizovací cena	1 100 000,- Kč
Financování	
- Bankovní úvěr	3 000 000,- Kč (5% p. a. ; 8 let)
- Vlastní prostředky	400 000,- Kč
Rekonstrukce	1 500 000,- Kč
Fixní náklady	10 000,- Kč/měsíc
Výnosy z pronájmu	18 000,- Kč/měsíc
Prodejní cena	3 500 000,- Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Celková výměra užitné plochy je 380 m², přičemž chce podnik pronajímat pouze 140 m². Ceny nemovitostí velmi silně ovlivňuje trh práce. V oblastech, kde je nízká nezaměstnanost, se nemovitosti prodávají za vyšší ceny (17). V Ostravě jsou prodejní ceny užitné plochy s obdobnou výměrou řádově o statisíce vyšší, než kolik činí plánovaná prodejní cena sledované investice (18). Prodat investici tak nebude problém, avšak je to na úkor peněžního příjmu. Výnosy z pronájmu jsou

srovnatelné s konkurencí. Nájemné kancelářských prostor v centru Ostravy s rozlohou 140 m² se pohybuje okolo 18 000 Kč/měsíc (19). Informace byly shromažďovány z Ostravských realitních serverů a nejsou garantovány ČSÚ.

3.2 Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál (R_e)

Náklady na vlastní kapitál jsou počítány Stavebnicovou metodou dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky pro malé a střední podniky.

$$R_e = R_f + R_{LA} + R_{POD} + R_{FS}$$

$$R_e = 2,2 \% + 5 \% + 13,8 \% + 5,3 \%$$

$$R_e = 26,3 \%$$

Bezriziková výnosová míra byla stanovena na úrovni úrokové sazby desetiletých státních dluhopisů (20). Výše podnikatelského rizika byla převzata ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (15).

3.3 Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC)

Pro další výpočty ne nutné vyčíslit WACC. Ve své podstatě WACC udává aktuální minimální požadovanou míru výnosnosti, které musí podnik dosáhnout.

$$WACC = \left[\frac{3\,000\,000}{3\,400\,000} \times 0,05 \times (1 - 0,19) \right] + \left[\frac{400\,000}{3\,400\,000} \times 0,263 \right]$$

$$WACC = 6,7 \%$$

3.4 Stanovení diskontní sazby podniku

WACC představují minimální požadovanou výnosnost. Chce-li kterýkoliv podnik fungovat efektivně (na odvětví nezáleží), měl by stanovit diskontní sazbu vyšší.

Obecně platí:

$$nv > WACC$$

Diskontní sazba (míra) podniku, byla po konzultaci s vedením firmy STAMACO stanovena na úrovni 9 % a představuje tedy požadovanou výnosnost.

3.5 Vyčíslení ročních peněžních příjmů z investice

Jednou z nejpodstatnějších částí zhodnocení investičního projektu, je vyčíslení peněžních příjmů (resp. jejich odhad), které projekt podniku generuje.

Výše odpisů byla stanovena na úrovni odpisů daňových s rovnoměrnou metodou výpočtu. Daňový efekt na řádku 10. v tabulce 17 vyjadřuje povinnost zaplatit daň ve výši 19 % z příjmu z investice a snižuje příjem z prodeje, a tím i celkový roční příjem.

Tabulka 17 Kalkulace očekávaných ročních peněžních příjmů z investice

	Rok									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Přírůstek tržeb	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216
2. Přírůstek provozních nákladů bez odpisů (včetně úroků)	160	142	114	104	85	67	48	29	10	10
3. Přírůstek provozních nákladů bez odpisů, snížený o úrok	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
4. Přírůstek odpisů	31	60	60	60	60	60	60	60	60	60
5. Přírůstek zisku před úroky a zdaněním	175	146	146	146	146	146	146	146	146	146
6. Daň z příjmů	33,25	27,74	27,74	27,74	27,74	27,74	27,74	27,74	27,74	27,74
7. Přírůstek zisku po zdanění	142	118	118	118	118	118	118	118	118	118
8. Přírůstek odpisů	31	60	60	60	60	60	60	60	60	60
9. Příjem z prodeje na konci životnosti	x	x	x	x	x	x	x	x	x	3 500
10. Daňový efekt z prodeje	x	x	x	x	x	x	x	x	x	665
Celkový roční příjem z investice	173	178	178	178	178	178	178	178	178	3 013

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančního plánu uvedeného v tabulce 16

3.6 Vyčíslení kapitálových výdajů na investici

Peněžním příjmům z investice budou předcházet kapitálové výdaje, které podnik vynaloží naráz už v roce 2014. Jedná se o samotnou pořizovací cenu nemovitosti spolu s její okamžitou rekonstrukcí (ukončenou koncem roku 2014). Rekonstrukce nemovitosti zde představuje technické zhodnocení.

Předpokládá se, že firma STAMACO uvede investici do provozu v lednu roku 2015.

Tabulka 18 Kapitálové výdaje na investici

	Rok 2014
Pořizovací cena	1 100 000 Kč
Technické zhodnocení	1 500 000 Kč
Vybavení nemovitosti	800 000 Kč
Kapitálové výdaje celkem	3 400 000 Kč

V tabulce 18 jsou vyčísleny celkové kapitálové výdaje na zamýšlenou investici na úrovni 3 400 000,- Kč.

3.7 Hodnocení ekonomické efektivnosti investice

Investice bude postupně podrobena řadě metod, které doloží její efektivitu, nebo neefektivitu. Metody byly vybrány s ohledem na typ investice. Na základě výstupů bude formulováno doporučení, zda investici realizovat, či nikoliv.

3.7.1 Čistá současná hodnota

Z tabulky 19 je zřejmé, že po diskontování kapitálových výdajů a plánovaných peněžních příjmů vyšel součet záporný. Hodnota ukazatele je nepřijatelná. Na základě tohoto „testu“ nelze investici doporučit, neboť je ztrátová. Významnou roli zde hraje doba trvání. Kdyby se podnik rozhodl počkat s prodejem investice o něco déle, kumulované peněžní příjmy z pronájmu by převýšily výdaje a ukazatel by vyšel kladný, čili by investice vytvořila hodnotu pro vlastníky.

Tabulka 19 Čistá současná hodnota (údaje v Kč)

Rok	Peněžní tok	Diskontní faktor	Diskontovaný peněžní tok
2014	-3 400 000	1	-3 400 000
2015	173 000	0,917	158 641
2016	178 000	0,842	149 876
2017	178 000	0,772	137 416
2018	178 000	0,708	126 024
2019	178 000	0,659	117 302
2020	178 000	0,596	106 088
2021	178 000	0,547	97 366
2022	178 000	0,502	89 356
2023	178 000	0,461	82 058
2024	3 013 000	0,422	1 271 486
Celkem	1 210 000	x	-1 064 387

3.7.2 Vnitřní výnosové procento (IRR)

Dle vzorce uvedeného v teoretické části je nejprve potřeba stanovit

- Diskontní míru, při které vyjde ukazatel NPV kladný
- Diskontní míru, při které vyjde ukazatel NPV záporný

Dále ve výpočtu je použita již zmíněná požadovaná výnosnost 9 %, při které vyšel ukazatel NPV – 264 387,- Kč. Druhá diskontní míra, při které vyjde NPV kladný, byla po testování stanovena na úrovni 5 %. Ukazatel NPV při této míře vychází 110 151,- Kč.

$$IRR \cong 5 \% + \frac{110\,151 \times (0,09 - 0,05)}{[110\,151 - (-1\,064\,387)]}$$

$$IRR \cong 5,4 \%$$

IRR reprezentuje hraniční míru požadované výnosnosti. Lze akceptovat pouze výnosnost nižší než je IRR, v opačném případě je investiční záměr spojen se zápornou NPV.

U hodnocené investice je požadovaná výnosnost vyšší, než je IRR, proto vyšla NPV záporná. Na základě IRR též nelze investici doporučit.

3.7.3 Doba návratnosti investice

Výchozí hodnoty pro výpočet doby návratnosti investice jsou čerpány převážně z tabulky 17 uvedené výše. Kumulativní příjem reprezentuje sumu celkových peněžních příjmů za doposud uběhlé roky trvání investice.

Tabulka 20 Výpočet doby návratnosti investice

Výpočet doby návratnosti investice

Rok	Zisk po zdanění	Odpisy	Celkový peněžní příjem	Kumulativní peněžní příjem
2015	142 000 Kč	31 000 Kč	173 000 Kč	173 000 Kč
2016	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	351 000 Kč
2017	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	529 000 Kč
2018	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	707 000 Kč
2019	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	885 000 Kč
2020	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	1 063 000 Kč
2021	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	1 241 000 Kč
2022	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	1 419 000 Kč
2023	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	1 597 000 Kč
2024	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	1 775 000 Kč
2025	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	1 953 000 Kč
2026	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	2 131 000 Kč
2027	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	2 309 000 Kč
2028	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	2 487 000 Kč
2029	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	2 665 000 Kč
2030	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	2 843 000 Kč
2031	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	3 021 000 Kč
2032	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	3 199 000 Kč
2033	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	3 377 000 Kč
2034	118 000 Kč	60 000 Kč	178 000 Kč	3 555 000 Kč

Zdroj: Vlastní zpracování na základě tabulky 16; 17 a 18.

Za předpokladu, že kapitálové výdaje jsou 3 400 000 Kč se investice ve stanovené době nevrátí (viz. zelené pole). Pokud se ale firma STAMACO rozhodne investici odprodat později, příjmy převýší výdaje a celý projekt tak bude ziskový. Z tabulky 20 je zřejmé, že se investice vrátí mezi rokem 2033 a 2034, čili po 19 letech uvedení do provozu. Konkrétně (při rovnoměrném rozdělení zisku a odpisů během roku) činí 19,9 roku.

3.7.4 Index ziskovosti (PI)

Pro výpočet tohoto ukazatele je nutno vyčíslit současnou hodnotu peněžních příjmů z investice. Ta po diskontování požadovanou výnosností činí 2 335 613 Kč. Kapitálové výdaje jsou na úrovni 3 400 000 Kč.

$$PI = \frac{2\,335\,613}{3\,400\,000}$$

$$PI = 0,7$$

Index PI doplňuje ukazatel NPV, který vyšel nevyhovující. Index PI je taktéž nevyhovující především z důvodu nízkých příjmů. Pokud by se doba kapitálové výstavby prodloužila, peněžní příjmy by vzrostly na minimální požadovanou mez a dle ukazatele PI by potom bylo možné o investici uvažovat. Za stávající situace však není možné investici doporučit.

3.7.5 Průměrná rentabilita

Tabulka 21 Průměrná rentabilita investičního záměru

Výpočet průměrné rentability investičního záměru (údaje v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Růst tržeb	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216
Růst zisku	175	146	146	146	146	146	146	146	146	146
Daň z příjmů	33	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Zisk po zdanění	142	118	118	118	118	118	118	118	118	118

$$ROI = \frac{\frac{\text{Celkový čistý příjem z investice}}{\text{Počet let trvání investice}}}{\text{Kapitálové výdaje}} \times 100$$

$$ROI = \frac{\frac{1\,206\,000}{10}}{3\,400\,000} \times 100$$

$$ROI = 3,5 \%$$

Průměrná výnosnost investice je 3,5 %, přičemž požadovaná výnosnost je 9 %. Ukazatel značí, že výnosnost investice neuspokojí požadavky vlastníků a je ztrátová. Na základě ukazatele ROI nelze investici doporučit k realizaci.

3.8 Shrnutí

Po analýze finanční situace firmy STAMACO a podrobení jejího investičního záměru výběru ukazatelů hodnocení ekonomické efektivity, následuje část Vlastní návrhy řešení, jejíž součástí je i doporučení na zlepšení v problémových oblastech.

Brněnská firma STAMACO uvažuje o investici do nemovitosti v Ostravě, což je lokalita, kde by se chtěla v budoucnu rozvíjet a vybudovat obchodní zázemí. Předmětem investice je starší nemovitost o rozloze 380 m², kterou si firma do konce roku 2014 sama zrekonstruuje, a od prvního kvartálu roku 2015 nabídne část (140 m²) k pronájmu jako nebytové prostory. Plánovaný peněžní tok tvoří nájemné spolu s daňovými odpisy. Kapitálové výdaje se skládají z pořizovací ceny nemovitosti a ceny samotné rekonstrukce. Časový horizont investice byl zvolen 10 let, a po jeho uplynutí firma zvažuje její odprodej.

Po podrobení investičního záměru vybraným metodám hodnocení ekonomické efektivity, vyšla investice jako nevyhovující. Ukazatel NPV vyšel záporný (konkrétně 1 064 tis. Kč), což je první signál, že za investiční horizont 10 let nestihnou s požadovanou úrokovou mírou peněžní příjmy převýšit kapitálové výdaje. Po analýze ostravských realit se ukázalo, že zvyšování nájemného v rámci konkurenceschopnosti nepřipadá v úvahu. Při navýšení byt' jen o 3 000 Kč za měsíc hrozí, že prostory k pronájmu budou delší období nevyužité. Na druhou stranu z průzkumu nabídek realitních kanceláří se ukázalo, že prodejní ceny nebytových prostor v Ostravě s podobnou výměrou se pohybují v řádech statisíců Kč výše, než je plánovaná prodejní cena uvažované investice na konci investičního horizontu. V rámci propočtu ekonomické efektivity investice by bylo vhodné prodejní cenu v desátém roce zvýšit, a to na hladinu 4 mil. Kč. Významnou roli hraje i fakt, že cena nemovitosti dnes, může být v horizontu deseti let diametrálně odlišná.

Ukazatel doby návratnosti též signalizuje, že se investice do konce investičního horizontu nevrátí. Ani na základě tohoto ukazatele nelze investici k realizaci doporučit. Roli zde může hrát, pro daný typ investice, nevhodně zvolený investiční horizont. Z výpočtů je patrné, že se investice teoreticky vrátí za 19 let. Za předpokladu, že by se

původně plánovaný investiční horizont prodloužil (tj. na 20 let), ukazatel doby návratnosti by vyšel příznivý.

Index ziskovosti vyšel též značně nevyhovující. Zapříčinili to nižší peněžní příjmy, kterých se za zvolený investiční horizont podaří dosáhnout. Nájemné jako část peněžních příjmů zvyšovat nepůjde, avšak řešení se může skrývat v pronájmu větší užitné plochy. Stále totiž zbývá 240 m², které firma STAMACO vyhradila pro své účely. V případě, že by sama využila menší část budovy (a technicky by tomu budovu přizpůsobila), volné prostory by mohla nabídnout bez cenového zvýhodnění dalšímu nájemci.

Průměrná výnosnost plánované investice vyšla o víc jak 5 procentních bodů méně, než je požadovaná výnosnost vlastníků. Ani na základě tohoto ukazatele tedy nelze investici doporučit.

Motiv investování ze strany firmy spočívá ve zhodnocení volných peněžních prostředků, kterými v současné době disponuje. Investice do nemovitosti je v dnešní době jednou z mála relativně dostupných alternativ pro konzervativní investory. Přinášejí totiž jak potenciál stabilního uchovatele hodnoty (zejména pak odolnost vůči inflaci) a zhodnocení v čase, tak i pravidelné příjmy plynoucí z pronájmu. Klasické nemovitosti nabízejí v atraktivních lokalitách podobné parametry v oblasti stability hodnoty, potenciál výnosu je však v případě komerčních nemovitostí vyšší. Návratnost komerčních nebytových prostor je díky tomu zpravidla o polovinu kratší než u bytů (21). Z hlediska investora je tedy výhodné investovat do komerčních nemovitostí, jestliže má volný vlastní kapitál, který chce relativně bezpečně investovat. Jeho požadavek na výnosnost je o něco vyšší, než je úroková sazba u termínových účtů.

Při daných nákladech na kapitál a časovém horizontu je hodnocená investice firmy STAMACO neefektivní. Vlastníci mají nereálná očekávání a měli by původně plánovaných 9% výnosnosti nahradit jiným požadavkem.

Za původně plánovaných podmínek tedy na sebe investiční záměr nemůže vydělat a k investici se nedoporučuje. Závěrečné hodnocení tedy zní neinvestovat, přičemž o záměru lze uvažovat pouze v případě respektování výše zmíněných skutečností a návrhů.

ZÁVĚR

Hlavním cílem této bakalářské práce bylo zhodnocení ekonomické efektivnosti investice firmy STAMACO engineering a formulovat doporučení o její případné realizaci. Investičním záměrem podnik sledoval rozšíření obchodního zastoupení na východě České republiky. K hodnocení přispěly i výsledky finanční analýzy podniku, která zhodnotila výsledky hospodaření (jednalo se zejména o ukazatele výkonnosti, likvidity, celkového zadlužení, aj.) Chybné rozhodnutí vedení společnosti v oblasti investování může malé firmě jako je STAMACO způsobit závažné finanční problémy, popřípadě vést k jejímu zániku.

Většina finančních ukazatelů značí, že se podnik pohybuje pod českým oborovým průměrem, v rentabilitě vlastního kapitálu však vykazuje nadprůměrné hodnoty a dokonce převyšuje i finančně velice zdravé podniky tvořící hodnotu. Bezprostřední úpadek podniku nehrozí, přesto musí provést nezbytné kroky, kterými se případnému úpadku vyhne. Nejaktuálnější hrozbou pro podnik zůstává platební neschopnost, která může vést přes zastavení investic až po konkurzní řízení. Faktem též zůstává, že platební neschopnost je přenášena i na další subjekty, čímž bezprostředně poškozují podnikatelské klima jako celek.

Hodnocená investice podniku s využitím příslušných metod vyšla jako ekonomicky neefektivní a její realizace tudíž nebyla doporučena. Na druhou stranu investice tohoto typu skýtá nemalé možnosti pro budoucnost. Je totiž možné, že cena zakoupeného pozemku v Ostravě bude mít za delší období, než je plánovaný časový horizont investice, mnohem vyšší hodnotu, než je ta aktuální. To by po dobré marketingové kampani mohlo prodejní cenu ještě značně zvýšit.

Za přínos bakalářské práce lze považovat zmapování potenciálu realitního trhu na Ostravsku na konkrétním příkladu, zpracování plánu kapitálových výdajů a peněžních příjmů v souvislosti s touto investicí, odhad diskontní sazby, aplikace metod hodnocení ekonomické efektivnosti investice a shrnutí a formulování doporučení ve vztahu k investorovi. Závěrem je třeba dodat, že formulovaná doporučení budou ze strany managementu společnosti STAMACO při finálním rozhodování brána v úvahu.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) SYNEK, M. a kol. Manažerská ekonomika. 5. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1.
- (2) GERALD, I. W. The analysis and use of financial statements. John Wiley & Sons, 2003. ISBN 0-471-37594-2.
- (3) SEDLÁČEK, J. Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy. 2.vyd. Brno: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-562-8.
- (4) REŽŇÁKOVÁ, M. Finanční management I. část. 2. vyd. Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2003. ISBN 80-214-2487-7.
- (5) ZINECKER, M. Základy financí podniku. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2008. ISBN 978-80-214-3704-3.
- (6) FOTR, J., SOUČEK, I. Podnikatelský záměr a investiční rozhodování. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-0939-2.
- (7) VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: EKOPRESS, 2001. ISBN 80-86119-38-6.
- (8) MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Praha: EKOPRESS, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- (9) MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P. Finanční analýza. 2. vyd. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-735-7219-2.
- (10) KONEČNÝ, M. Finanční analýza a plánování. 9. vyd. Brno: Zdeněk Novotný, 2004. ISBN 80-214-2564-4.
- (11) KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Finanční analýza. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3349-4.
- (12) KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6.vyd. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3315-9.
- (13) KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. Praha: Polygon, 1995. ISBN 80-901778-4-0.
- (14) PARRINO, R., KINDWELL, D. Fundamentals of corporate finance. John Wiley & Sons, 2009. ISBN 978-0-471-27056-0.

- (15) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. [cit. 2014-05-26].
Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa.html>
- (16) BUSINESSVIZE. *Finanční analýza* [online]. [cit. 2014-05-26]. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/kdyz-se-rekne-wacc-aneb-kolik-musite-nejmene-vydelat>
- (17) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Ceny nemovitostí v ČR* [online]. [cit. 2014-05-26]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/ceny_nemovitosti_v_cr20130326
- (18) REALHIT. *Pronájem obchodních prostor* [online]. [cit. 2014-05-26].
Dostupné z: <http://www.pronajem-obchodnich-prostor.cz/ostrava/>
- (19) NETREALIT. *Komerční nebytové prostory k pronájmu* [online]. [cit. 2014-05-26].
Dostupné z: http://www.netrealit.cz/seznam_nebytovka.php?ppp=pronajem&n=nabidka&subtn=Vyhledat&kraj=13&lokalita=1&typ=1&sb=1&zf=1
- (20) ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA [online]. [cit. 2014-05-26]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
- (21) HYPOINDEX. *Investice do komerčních nemovitostí* [online]. [cit. 2014-05-26].
Dostupné z: <http://www.hypoindex.cz/investice-do-komerčních-nemovitostí-prinaseji-vyšší-vynosy-než-v-rezidenčním-segmentu/>
- (22) ARCHITEKTURA A STAVEBNICTVÍ. *SWOT analýza stavebnictví* [online]. [cit. 2014-05-26]. Dostupné z: <http://stavebnictvi-architektura.studentske.cz/2009/05/swot-analyza-stavebnictvi.html>

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Horizontální analýza rozvahy v letech 2010 - 2012	40
Tabulka 2: Horizontální analýza Výkazu zisku a ztrát v letech 2010 - 2012	41
Tabulka 3: Vertikální analýza rozvahy v letech 2010 - 2012	43
Tabulka 4: Vertikální analýza Výkazu zisku a ztrát v letech 2010 - 2012	44
Tabulka 5 Vývoj čistého pracovního kapitálu	45
Tabulka 6: Ukazatele rentability	46
Tabulka 7: Benchmarking dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu	47
Tabulka 8 Benchmarking (EBIT) dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu.....	48
Tabulka 9 Finanční páka	49
Tabulka 10 Vývoj ukazatelů likvidity	50
Tabulka 11 Vývoj zadluženosti	51
Tabulka 12 Vývoj ukazatelů aktivity	52
Tabulka 13 Altmanova formule bankrotu (Z-score)	53
Tabulka 14 Index důvěryhodnosti českého podniku	54
Tabulka 15 SWOT analýza.....	55
Tabulka 16 Finanční plán investice	57
Tabulka 17 Kalkulace očekávaných ročních peněžních příjmů z investice	60
Tabulka 18 Kapitálové výdaje na investici	61
Tabulka 19 Čistá současná hodnota (údaje v Kč).....	62
Tabulka 20 Výpočet doby návratnosti investice	63
Tabulka 21 Průměrná rentabilita investičního záměru	65