

KLÍČOVÁ SLOVA

Finanční řízení, Rentabilita vloženého kapitálu, Vážené průměrné náklady na kapitál, Model finančního řízení, Správa a rozvoj nemovitých věcí.

KEYWORDS

Financial management, Return on Equity, Weighted Average Cost of Capital, Financial management model, Real estate property management

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE VŠKP

Ing. Olga Heralová, MBA, *Model finančního řízení podniku a jeho efektivní implementace*. Brno, 2017. 120 stran, 20 stran příloh. Disertační práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta stavební, Ústav stavební ekonomiky a řízení. Vedoucí práce Ing. Eva Vítková, Ph.D.

OBSAH

1	ÚVOD	4
2	HYPOTÉZA A CÍLE PRÁCE	4
3	ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU	5
3.1	ANALÝZA PODNIKŮ A JEJICH POTŘEB.....	5
3.1.1	<i>Rešerše potřeb podniků</i>	5
3.1.2	<i>Podniky, pro které je navrhován model finančního řízení</i>	6
3.1.3	<i>Analýza v oboru (činnost v oblasti nemovitostí)</i>	6
3.2	FINANČNÍ ŘÍZENÍ, MODEL FINANČNÍHO ŘÍZENÍ.....	7
3.2.1	<i>Architektura modelu finančního řízení projektu</i>	8
3.3	METODY HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	8
3.3.1	<i>Poměrový ukazatel ROE (Return on Equity)</i>	9
3.3.2	<i>DuPontova rovnice</i>	9
3.3.3	<i>Vážené průměrné náklady na kapitál (Weighted Average Cost of Capital)</i>	10
3.4	VSTUPNÍ HODNOTY	11
4	TVORBA MODELU	11
4.1	SCHÉMA MODELU – ZÁKLADNÍ ÚVAHA A NÁVRH.....	11
4.2	OBECNÝ NÁVRH METODIKY – TVORBA MODELU.....	12
4.3	MODEL, METODIKA, JEDNOTLIVÉ KROKY	14
5	TESTOVÁNÍ MODELU NA PŘÍPADOVÉ STUDII	17
5.1	POPIS TESTOVANÉHO PODNIKU	17
5.2	STARTOVACÍ POZICE KONKRÉTNÍHO PODNIKU	17
5.3	NASTAVENÍ A IMPLEMENTACE MODELU, JEDNOTLIVÉ KROKY.....	18
5.3.1	<i>Základní nastavení modelu</i>	18
5.3.2	<i>Výpočet a vyhodnocení na úrovni PODNIKU v rámci modelu</i>	19
5.3.3	<i>Výpočet a vyhodnocení na úrovni STŘEDISEK v rámci modelu</i>	25
5.3.4	<i>Shrnutí obecně použitelné podstaty modelu</i>	30
6	OČEKÁVANÉ PŘÍNOSY	30
7	ZÁVĚR	31
8	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	33
9	AUTOROVO CV	35
10	ABSTRAKT	38

1 ÚVOD

Předmětem zkoumání v této práci je finanční řízení podnikatelského subjektu, respektive návrh obecného modelu finančního řízení a jeho ověření na případové studii.

Nový občanský zákoník [25] definuje podnikání jako výdělečnou činnost vykonávanou na základě živnostenského nebo obdobného oprávnění, která je samostatně vykonávaná na vlastní účet a odpovědnost se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku. Aby podnikání bylo činností, která generuje zisk, je třeba nejen vyrábět kvalitní produkty či poskytovat kvalitní služby (což je hlavním důvodem existence podnikatelských subjektů), ale je i třeba podnik vhodně řídit. Je na podniku (respektive jeho vedení), jak výrobu zorganizuje, jaké zdroje a za jakých podmínek bude nakupovat a jak zajistí, aby výroba a všechny činnosti uvnitř podniku probíhaly hospodárně. Čím je podnik větší a spektrum jeho produkce pestřejší, tím je více důležitý efektivní management. Významnou pomocí pro vedení (řízení) podniku je finanční řízení. Základními cíli finančního řízení podniku je vytvářet (či spoluvytvářet) systém a podmínky a následně dohlížet na to, aby podnik hospodárně nakládal se zdroji (a tím pádem dosahoval zisku) a zároveň, aby měl dostatek likvidity (prostředků k hrazení svých závazků a pro případný rozvoj). Pro zajištění a řízení likvidity a hospodárnosti je potřeba vytvořit a následně používat model finančního řízení, který je vhodný pro daný typ podnikání (klíčovou činnost či činnosti, které jsou hlavním předmětem podnikání) a zároveň vyhovuje konkrétním podmínkám a možnostem podniku. Každý obor je něčím specifický, a tudíž je vhodné, aby pro své finanční řízení používal takový model (systém), který se zaměřuje na daný obor a činnosti. Pokud je pro klíčovou činnost používán dlouhodobý majetek, který váže pro podnik významné kapitálové zdroje, je důležité, aby byla patřičná pozornost věnována i investicím (rozhodování o investicích a jejich efektivní realizaci a řízení). Zároveň je pro podnik důležité vytvořit a následně používat takový model finančního řízení, který má šanci na úspěšnou implementaci, a především na aktivní užívání, podporu fungování podniku a naplňování záměrů vlastníků (investorů), tj. model, který není zbytečně složitý.

Záměrem disertační práce je navrhnout obecný model finančního řízení podniku zabývající se správou a rozvojem nemovitých věcí s různým účelem užívání (kancelářské prostory, ubytovací zařízení, průmyslové areály) a následně tento model ověřit na případové studii. Pro model byly použity nástroje finanční analýzy (dále jen FA) v kombinaci s přístupy pro investiční rozhodování pro společnosti podnikající v oblasti nemovitých věcí (definice dle § 498 nového občanského zákoníku[25], dále jen „nemovitosti“), kde z FA bylo do modelu zahrnuto především ROE a jeho pyramidální dekompozice v kombinaci s cenou vloženého kapitálu (WACC).

Na základě ověření na případové studii budou popsány přínosy (obecné a s důrazem na praktické využití).

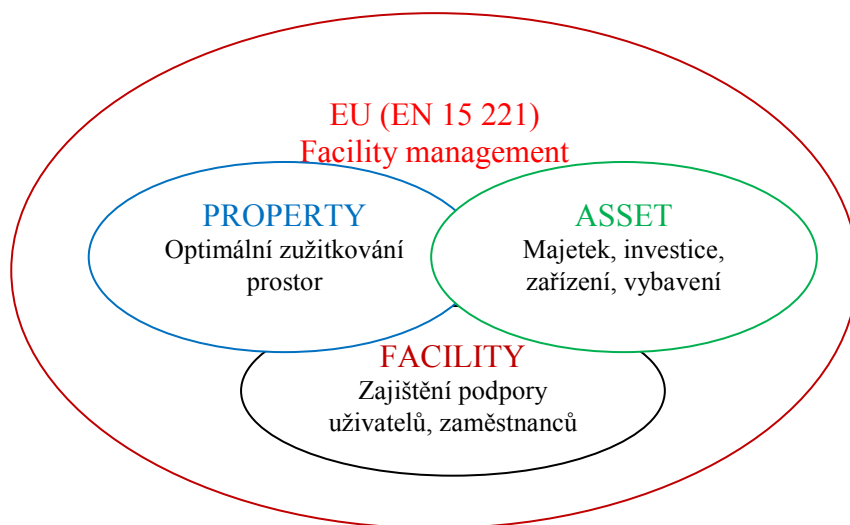
2 HYPOTÉZA A CÍLE PRÁCE

Cílem práce je návrh obecného modelu finančního řízení, formulace doporučení a sestavení metodiky pro jeho implementaci.

Obecný model je navrhován **pro společnosti (podniky) následujících parametrů:**

- Středně velké či malé společnosti zabývající se **správou a rozvojem nemovitých věcí** (průsečík podmnožin „Property“ a „Asset“ znázorněných na následujícím obrázku pro nemovitý majetek).
- Společnosti vzniklé **oddělením** (vliv na definici, co je „Equity“) **nemovitého majetku ze stavební společnosti** (odštěpením či jinou formou oddělení od většího podniku zabývající se jinou hlavní činností, než je správa a rozvoj nemovitostí).
- Společnosti **především v rukách českých vlastníků či českých firem** (neboť u nich je reálné předpokládat, že zisky či zhodnocený majetek zamýšlí dále investovat či používat na českém trhu, což ovlivňuje způsob řízení společnosti).

Cílem je navrhnout obecný model, který bude dobře **použitelný jak pro vrcholový, tak pro střední management** a zároveň **bude propojovat minulost** (vyhodnocení na základě dat z účetnictví) a **budoucnost** (modelování žádoucího stavu).



Obrázek 1 - Facility management
[zdroj: ČSN EN 15 221, zpracování: vlastní]

Hypotéza disertační práce je tedy stanovena následovně:

Model založený na komparaci finančních ukazatelů s váženými průměrnými náklady kapitálu investora je vhodným nástrojem posouzení efektivnosti investic nemovitých věcí.

3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

V rámci disertační práce byla v první fázi zpracována analýza současného stavu ve třech klíčových oblastech:

- Analýza podniků a jejich potřeb.
- Finanční řízení podniku, modely finančního řízení.
- Metody hodnocení výkonnosti podniku.

3.1 Analýza podniků a jejich potřeb

Rešeršní činnost byla zaměřena na:

- Potřebnost efektivního modelu finančního řízení v podnicích v České republice. Vývoj stavebnictví a měření výkonnosti, včetně kvartálních analýz vývoje po jednotlivých segmentech stavebního a realitního trhu. Práce zabývající se aplikací ROE a jeho dekompozicí.
- Podniky zabývající se činnostmi v oblasti nemovitých věcí.

3.1.1 Rešerše potřeb podniků

Z publikací [1, 5 až 12, 15] zabývající se dopady hospodářské krize na podniky trvající od roku 2008 (a toho, jak se s ní vypořádávají a co jim bere) je možné vyvodit potřebu analyzovat chování podniků právě v době krize a důležitost hledání vhodných a efektivních modelů pro finanční řízení a rozhodování.

Z rešerše je možné vyvodit, že pro životaschopnost stavebního (a nejen stavebního) podniku je nezbytně nutný efektivní model finančního řízení, který včas identifikuje zhoršující se výsledky a pomáhá v hledání efektivních řešení. V návaznosti na to je třeba se intenzivně zabývat tím, jak efektivně je využíván majetek společnosti a je ke zvážení, zda je optimální držet, spravovat a rozvíjet nemovitý majetek, který stavební firma vlastní a zároveň nepotřebuje pro svou stavební činnost. Od čehož je už jen krok k odštěpení nemovitého majetku do samostatné společnosti a v té nastavení vhodného modelu finančního řízení, což je záměrem této doktorské práce. Na českém trhu tímto již prošlo či prochází mnoho stavebních firem (středně velké a velké účetní jednotky).

Z rešerše literatury vyplývá, že téma modelu finančního řízení podniku a jeho efektivní implementace ve stavebnictví, či v oblasti efektivní správy nemovitosti, je tématem aktuálním a potřebným, neboť především v době krize bývají tradiční nástroje pro finanční řízení podniků nedostatečné. Z oborových analýz, názorů ředitelů stavebních podniků a expertů specializujících se na stavebnictví a realitní trh vyplývá, že pouze podnik vnitřně dobře organizovaný a připravený pružně reagovat, má šanci dlouhodobě efektivně fungovat, generovat zisk a hodnotu firmy zvyšovat (či alespoň udržovat).

3.1.2 Podniky, pro které je navrhován model finančního řízení

Práce se zaměřuje na podniky vlastněné českými fyzickými či právnickými osobami o parametrech, které dle zákona o účetnictví (aktiva celkem, roční obrat a průměrný počet zaměstnanců) splňují podmínky tzv. **malé a střední účetní jednotky**. [24]

Vzhledem k tomu, že se jedná o podniky, jejichž předmětem podnikání je správa a rozvoj nemovitých věcí, není až tak podstatné, kolik zaměstnanců evidují, ale spíše s jakými nemovitými věcmi nakládají a v jaké jsou tyto nemovitosti kondici. Výši aktiv výrazně ovlivňuje, jak a kdy podnik nemovité věci pořídil. Obrat ovlivňuje, zda jsou již nemovité věci užívané pro generaci tržeb a zisku či zda jsou zatím ve fázi příprav na zhodnocení či vlastního zhodnocování za účelem zajištění tržeb a zisků v budoucnu.

3.1.3 Analýza v oboru (činnost v oblasti nemovitostí)

V kapitole 2 byl vymezen obor podnikání společností, pro které je v této práci navrhován a testován model finančního řízení. Jedná se o podniky zabývající se správou a rozvojem nemovitostí, tj. jejichž předmět podnikání se nachází především v rámci dvou podmnožin Facility managementu znázorněném na Obr. 1 v kapitole 2, tj. v oblastech tzv. Property managementu a Asset managementu. V této práci je vycházeno z definice Facility managementu (dále jen „FM“) v souladu s normou ČSN EN 15 221, především její části 1, kde jsou termíny a definice Facility managementu [26].

Společnosti podnikající v takto vymezené oblasti (kompletní či jeho část) zajišťují služby FM buď výhradně na svých nemovitostech (nemovitosti, které společnost vlastní, tj.) či na nemovitostech, které vlastní třetí osoba (tj. Facility management společnost je dodavatelem služeb na majetku, který nevlastní) či kombinují obě tyto varianty (část spravovaných nemovitostí a majetku s nimi souvisejícího vlastní a část je vlastněná třetí osobou). Předmětem zkoumání v této práci jsou společnosti, které zajišťují služby FM na svém majetku (nemovitosti, zařízení, vybavení). Toto vymezení je důležité pro porovnávání se (benchmarking) se sobě podobnými společnostmi. Parametry vypovídající o efektivním finančním řízení společnosti, která vlastní velké množství majetku budou jiné než parametry společnosti, která téměř žádný majetek nevlastní a FM provozuje na majetku ve vlastnictví třetích osob.

FA zpracovávaná MPO neobsahuje poměrové ukazatele pro kategorie L (činnosti z oblasti nemovitostí) a I (ubytování). V komentáři ohledně dopočteného Provozního hospodářského

výsledku (EBIT) je uváděno, že „hodnoty za agregace jsou vcelku přijatelné až na sekce CZ-NACE ubytování, činností v oblasti nemovitostí a profesní a vědecké činnosti, kde výběr podniků zařazených do finanční analýzy není zcela reprezentativní“. [17].

Tabulka 1 - Tabulka ROE za odvětví z dat (ne reprezentativních) z MPO

Data za odvětví celkem (v tis. Kč)	Čistý zisk		Vlastní kapitál		ROE – vlastní dopočet	
	1-6/14	1-6/15	1-6/14	1-6/15	1-6/14	1-6/15
L	2 314 587	6 301 505	112 063 333	124 110 540	2,07 %	5,08 %
55	-233 179	79 601	2 960 012	4 238 633	-7,88 %	1,88 %

L – činnosti v oblasti nemovitostí; 55 – činnost ubytování

[zdroj: MPO [17], zpracování: vlastní]

Vzhledem k tomu, že není možné z FA MPO vyvodit doporučenou výši ROE, je podnik nucen hledat jiný způsob, jak dojít k odpovědi na otázku, zda jeho výše ROE je dostačující či nikoliv.

Společnosti zabývající se property a asset managementem v oblasti nemovitostí získávali a získávají svůj nemovitý majetek (varianta, kdy společnost spravuje a rozvíjí nemovité věci, které sama vlastní) různým způsobem. Způsob, jak tento druh společností vznikl a vzniká, prošel určitým vývojem, který byl výrazně ovlivněn změnami v daňových zákonech. V době, kdy do konce roku 2013 nebyl vklad nemovitých věcí do základního kapitálu společnosti zatížen daní z převodu nemovitostí, byl právě vklad nemovitostí do základního kapitálu společnosti velice častá forma, jak středně velká či velká stavební společnost si založila novou společnost zabývající se správou a rozvojem nemovitostí (kompletním FM či jeho částí). Je to zřejmé ze složky spisů v Obchodním rejstříku z dokumentace například vážící se ke struktuře stavebních společností jako jsou Metrostav, Trigema, Hochtief a dalších [32]. S účinností od 1. 1. 2014 byl vklad nemovitostí do základního kapitálu zatížen daní z nabytí nemovitostí ve výši 4 % z hodnoty nemovité věci stanovené znalcem (dříve daň z převodu nemovitostí), což začalo tento způsob převodu nemovitých věcí do společnosti prodražovat. Proto s účinností od 1. 1. 2014 je vhodné volit řešení v souladu se zákonem o přeměnách obchodních společností, které se nazývá tzv. odštěpení [31]. Toto řešení je prosto daně z nabytí nemovitostí, a pokud se jedná o variantu odštěpení sloučením, není ani zapotřebí převáděné nemovitosti nechat ocenit znalcem.

Na základě náhledu do účetních závěrek u takto vzniklých firem (do konce roku 2013 vkladem nemovitostí do základního kapitálu, od počátku roku 2014 odštěpením sloučením) je možné říci, že většinou spadají do kategorie malé či středně velké společnosti (parametry bilanční suma, obrat a počet zaměstnanců). [32]

3.2 Finanční řízení, model finančního řízení

Mezi hlavní cíle finančního řízení patří řízené zvyšování hodnoty podniku. Aby bylo možné sledovat, jak se mění hodnota podniku, je třeba zvolit vhodný ukazatel (či ukazatele), který o hodnotě konkrétního podniku skutečně vypovídá. Růst hodnoty úzce souvisí s výkonností podniku (je možné říci, že pokud roste výkonnost podniku, roste jeho hodnota). Modernější přístupy hodnocení výkonnosti primárně sledují to, zda se zvyšuje hodnota prostředků do podniku vložených. Aby toto bylo možné sledovat a měřit, je třeba vytvořit takový nástroj (model), který v podniku propojuje všechny klíčové činnosti a osoby, které se účastní podnikových procesů. Definování vhodných ukazatelů, které jsou pro konkrétní podnik vypovídající, vlastně šetří čas managementu a těch, kdo podklady pro rozhodování managementu připravují, neboť není třeba se

stále probírat všemi dostupnými informacemi, ale je možné se zaměřit pouze na klíčové parametry a jejich trendy.

3.2.1 Architektura modelu finančního řízení projektu

Zkušenosti z praxe ukazují, že je vhodné vycházet z modelu univerzálně platného a ten přizpůsobit konkrétním podmínkám podniku. Je vhodné, aby architektura systému vždy respektovala následující pravidla a předpoklady:

- Vrcholem modelu je **jeden klíčový ukazatel**.
- Klíčový ukazatel se dále „rozkládá“ do **více pod-ukazatelů**, které reprezentují všechny relevantní úhly pohledu.
- Bývá pravidlem pracovat s modelem **ve třech časových rovinách**, tj. minulosti, přítomnosti a budoucnosti (respektive v jejím kvalifikovaném výhledu).

Z výše uvedeného vyplývá, že model si je možné představit, jako pyramidu, jejímž vrcholem je klíčový ukazatel a ve „spodních úrovních“ jsou další podrobnější ukazatele. Účetní databázi podniku (totožnou s databází finančního účetnictví) si je možné představit jako základnu pyramidu. [2]

Finančním řízením podniku v teoretické rovině se zabývá mnoho autorů. Teoretická východiska, která jsou relevantní k předmětu této práce, jsou dále především v částech 3.3 a 3.4 této kapitoly.

3.3 Metody hodnocení výkonnosti podniku

Pro finanční řízení podniku (pro potřeby interní i externí) se používá výsledků finanční analýzy (dále jen „FA“). FA vypovídá o finančním zdraví a finanční výkonnosti podniku. Výstupy FA bývají součástí podkladových materiálů pro rozhodování především zásadního a dlouhodobého charakteru. Nicméně vzhledem k tomu, že rozhodnutí s dlouhodobými dopady se v podniku provádí téměř stále, provádí se FA průběžně a pravidelně se vyhodnocuje nejen aktuální situace, ale především trendy a potenciální vývoj. Při vyhodnocování je třeba klást důraz na vzájemnou provázanost podnikových rozhodnutí, stabilitu a potenciál dalšího vývoje.

Finanční analýzu je tedy možné definovat jako soubor činností, jejímž cílem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku. [30]

Pro vytvoření FA se používají především data vytěžená ze základních účetních výkazů, kterými jsou Rozvaha, Výkaz zisků a ztrát a Výkaz CF či data vytěžená z plánovaných výkazů v analogické struktuře a detailu. Existuje široká škála ukazatelů, které vypovídají především o rentabilitě, zadluženosti, likviditě a struktuře kapitálu.[3] Vzhledem k tomu, že práce se všemi dostupnými ukazateli by byla nepřehledná, volí se vždy set několika klíčových ukazatelů, které jsou relevantní pro uživatele FA, obor podnikání a důvod, proč se finanční analýza provádí.

Základní nástroje FA jsou následující:

- **Elementární metody** (většinou ukazatele s výsledkem absolutního čísla).
- **Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů**.
- **Poměrové ukazatele** (rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti, produktivity).
- **Poměrové ukazatele s dekompozicí vrcholového ukazatele** (DuPont).
- **Rozbor pracovního kapitálu**.
- **Souhrnné ukazatele finančního zdraví** (například bankrotní indexy jako Z-score či IN 05).
- **Ukazatel EVA** (economic value addend).

- Srovnávání (benchmarking).

Vzhledem k zaměření se na podniky zabývající se správou a rozvojem nemovitostí je vhodné použít DuPont (pyramidální rozklad ROE) pro řízení rentability vloženého vlastního kapitálu a WACC, který zobrazuje vážené průměrné náklady na kapitál (z kterého jsou nemovité věci financovány). DuPont pyramida zobrazuje jednotlivé dílčí ukazatele, které mají vliv na vrcholový ukazatel rentability vlastního kapitálu. WACC je výsledkem ceny cizích zdrojů a požadavku vlastníků na výnosnost vlastního kapitálu.

Literatura [3, 4, 5] nabízí mnoho dalších ukazatelů (například EVA, FCF). Každý z uvedených přístupů (ukazatelů) má své výhody a nevýhody. Vzhledem k tomu, že záměrem práce je definovat a implementovat model **pro malé a středně velké společnosti** je třeba vzít v potaz to, že **šanci na úspěšnou implementaci a následné užívání má model, který je jednoduchý na používání a interpretaci a je schopen dávat odpovědi, aniž by bylo nutné náročně upravovat a očišťovat vstupní data**. Proto je dále podstatný důraz kladen právě na ROE, jeho pyramidální rozklad (ROE = **ukazatel rentability investovaného kapitálu, tj. Return on Equity**) a WACC (vážené průměrné náklady na kapitál).

Všechny vzorce dále uvedené v této kapitole jsou čerpány z Efektivního financování rozvoje podnikání, Mária Řežnáková. [3].

3.3.1 Poměrový ukazatel ROE (Return on Equity)

Rentabilita či výnosnost vlastního kapitálu je definována následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{E} \quad [3 - 1]$$

Kde:

ROE je rentabilita vlastního kapitálu (return on equity) a vyjadřuje efektivnost reprodukce vloženého kapitálu, tj. sleduje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou vlastníky společnosti.

E je Equity neboli vložený kapitál. Je třeba definovat, zda se jedná pouze o kapitál vložený do základního kapitálu společnosti či zda je pro potřeby podniku definováno jinak.

EAT je čistý zisk společnosti po zdanění (earnings after tax) a představuje zisk, který společnost za hospodářský rok vytvořila. Je na vlastnících, zda se rozhodnou ho ponechat ve společnosti či zda se rozhodnou ho rozdělit a vyplatit si.

Aby měl ukazatel vypovídající schopnost, je vhodné (či variantně možné) do vlastního kapitálu zahrnout i nevyplacený zisk a půjčky vlastníků (neboť to je charakterem také vlastní kapitál, který je v případě potřeby či změny záměru pro vlastníky rychleji ze společnosti uvolnitelný než snižování základního kapitálu).

Tento ukazatel je klíčový pro vlastníky, neboť díky němu pro sebe vyhodnocují, jak je pro ně investice do podniku efektivní.

3.3.2 DuPontova rovnice

Ukazatele rentability dávají obraz o všech činnostech podniku, což je zřejmé z tzv. DuPontovy rovnice, která rozkládá ukazatele rentability na dílčí ukazatele, tj. měří efektivnost řízení majetku (aktiv), spotřeby zdrojů (nákladů), řízení zadluženosti. Vzhledem k tomu, že model je zobecňován pro společnosti zabývající se správou a rozvojem nemovitostí (vlastních nemovitostí), je právě tento rozpad vhodný.

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{EBIT}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} \quad [3 - 2]$$

kde:

ROE je rentabilita vlastního kapitálu (return on equity) a vyjadřuje efektivnost reprodukce vloženého kapitálu, tj. sleduje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou vlastníky společnosti.

E je Equity neboli vložený kapitál. Je třeba definovat, zda se jedná pouze o kapitál vložený do základního kapitálu společnosti či zda je pro potřeby podniku definováno jinak.

EAT je čistý zisk společnosti po zdanění (earnings after tax) a představuje zisk, který společnost za hospodářský rok vytvořila. Je na vlastnících, zda se rozhodnou ho ponechat ve společnosti či zda se rozhodnou ho rozdělit a vyplatit si.

EBT je zisk před zdaněním (earnings before tax) a v porovnání s EAT je vyšší o daň z příjmu právnické osoby.

EBIT je zisk společnosti před zdaněním a úroky (earnings before interest and tax) a v porovnání s EBT je vyšší o nákladové úroky.

S jsou tržby (sales) neboli obrat.

A jsou celková aktiva (assets), majetek společnosti vykazovaný v Rozvaze společnosti.

EBT/EBIT je tzv. **úrokové břemeno**.

A/E je tzv. multiplikátor vlastního kapitálu nebo **finanční páka** (zvýšení podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu, tedy vyšší zadluženost, podniku má pozitivní vliv na **ROE** za podmínky, že podnik dokáže každou další korunu dluhu zhodnotit více, než činí úroková sazba dluhu).

EBT/EBIT x A/E je tzv. **ziskový efekt finanční páky**.

S/A je tzv. **obrat aktiv** (vysoký obrat je projevem efektivního využívání kapitálu, resp. majetku, se kterým podnik hospodaří).

DuPontova dekompozice dává možnost sledovat jak konkrétní rozhodnutí (respektive jeho důsledky) ovlivní, jak vrcholový ukazatel, tak všechny související části. Díky tomu je možné se zaměřit na tu část, která významně ovlivní vrcholový ukazatel a zároveň je v moci podniku s touto položkou efektivně pracovat.

Obecně je možné říci, že čím vyšší část majetku je financována cizími zdroji, tím vyšších hodnot bude ROE dosahovat, za předpokladu, že firma dosahuje zisku, a to zisku vyššího, než je cena kapitálu. [3] Na toto navazuje hypotéza ($ROE \geq WACC$), která je základem v této práci navrhovaného a testovaného modelu.

3.3.3 Vážené průměrné náklady na kapitál (Weighted Average Cost of Capital)

Pro podnik, který pro svou činnost potřebuje rozsáhlý majetek, je velice důležité sledovat a řídit cenu zdrojů, za které svůj majetek pořizuje. Ukazatel WACC (vážené průměrné náklady na kapitál) vyjadřuje, jaká je průměrná cena zdrojů, které podnik používá, má k dispozici (tj. má ve své Rozvaze).

Je velice důležité, jak jsou v konkrétním podniku definovány jednotlivé položky, tj. co přesně je v konkrétních podmínkách míněno Equitou, co objemem cizího kapitálu a jaká je požadovaná výnosnost vlastního kapitálu. Je zajímavé použít WACC jako parametr pro poměření se s konkurencí (benchmarking).

V této práci je dále používán následující vzorec pro výpočet WACC:

$$WACC = \left(Rd (1 - t) \times \frac{D}{P} \right) + \left(Re \times \frac{E}{P} \right) \quad [3 - 3]$$

Kde:

Rd je požadovaná výnosnost cizích zdrojů (kolik podnik stojí cizí zdroje).

t je míra daně z příjmu.

D je objem cizího kapitálu (debt).

P je celkový objem používaného kapitálu (pasiva).

Re je požadovaná výnosnost vlastního kapitálu.

E je objem vlastního či vloženého kapitálu (equity), záleží na definici v konkrétním podniku.

Ze zdrojů [18, 19, 20, 21] vyplývá, že se nabízí mnoho přístupů, jak WACC vypočítat. Studie zmiňovaná ve zdroji [19] ukazuje, že neexistuje jednotná metodika pro stanovení výpočtu WACC.

U všech ukazatelů je třeba jejich výsledky interpretovat na základě znalosti konkrétní situace v podniku (aby například mimořádné akce či změny v účtování neovlivnily usuzování a rozhodování o celku).

3.4 Vstupní hodnoty

V kapitole 3.3 je zmíněno, že FA pracuje s rozsáhlým množstvím zdrojů informací. Pro model budou hodnoty čerpány především ze dvou základních účetních výkazů (Rozvaha a Výkaz zisku a ztráty), neboť v nich jsou data již do určité míry agregovaná a jsou snadno použitelná pro výpočet poměrových ukazatelů (ROE), pro výpočet WACC a pro DuPont dekompozici. Pro model bude využito i vnitropodnikové účetnictví, neboť ukazatele budou počítány a sledovány i pro jednotlivá střediska. I u středisek bude čerpáno ze základních střediskových výkazů, především z Výkazů zisků a ztrát a z evidence, která zahrnuje detail k majetku, zahrnutém v Rozvaze.

4 TVORBA MODELU

Obecně lze říci, že:

- Model lze chápat jako zjednodušenou reprezentaci skutečnosti.
- Modelování je proces vytváření modelu systému a simulace je pak získávání nových znalostí o původním systému pomocí experimentování na tomto modelu. [2]

V této práci je cílem vytvořit takový model finančního řízení, který bude poskytovat kvalitní podklady pro rozhodování a řízení společnosti zabývající se správou a rozvojem nemovitých věcí a vyhodnocování skutečnosti ve vazbě na plnění plánu. Záměrem je, aby výstup z modelu ušetřil čas (nebude třeba pracovat s hlubším detailem) a zvýšil kvalitu podkladů pro rozhodování. Výstupy z modelu by měly pomoci včas a rychleji vyhodnocovat, simulovat a následně řídit efektivní provozování a investování do nemovitých věcí i podniku jako celku.

4.1 Schéma modelu – základní úvaha a návrh

Dále je posloupnost otázek, z kterých vychází návrh finančního modelu. Jsou to otázky, na které model hledá odpovědi primárně pro vlastníka (investora) a zároveň pro management, který investorovi předkládá návrhy a následně prezentuje, jak se je daří naplňovat.

1. JE „MOJE“ PODNIKÁNÍ S NEMOVITOSTMI SMYSLUPLNÉ?
2. JAK TO POZNÁM?
3. POMOCÍ UKAZATELE ROE.
4. CO OVLIVNÍ UKAZATEL **ROE**? Jaká složka v ROE dekompozici?
5. JAKÉ **ROE** JE MOŽNÉ OČEKÁVAT či POŽADOVAT (obor, podnikání, firma)?
6. JE **ROE** \geq WACC (průměrný náklad na kapitál pro mé podnikání)?

4.2 Obecný návrh metodiky – tvorba modelu

Model bude vytvořen pomocí tabulkového procesoru MS Excel, kde budou data přenášena propojením jednotlivých tabulek a klíčové parametry budou vyneseny do grafů. V další fázi (nad rámec této práce) budou vytvořena makra pro automatické přenášení aktuálních dat z účetnictví do připraveného formátu v MS Excelu.

Do modelu budou použity následující vstupy:

- Účetní výkazy za podnik jako celek.
- Výsledovky a některé rozvahové položky za střediska (jednotlivé areály zahrnující ucelený soubor nemovitých věcí).
- Finanční ukazatele (viz. Kapitola 3.3 Metody hodnocení výkonnosti) a z nich především:
 - o absolutní ukazatel Equity (kapitál vložený do nemovité věci),
 - o poměrový ukazatel (míra neodepsanosti konkrétní nemovité věci),
 - o pyramidální rozklad ROE,
 - o WACC a jeho rozklad (respektive jak jednotlivé jeho složky ovlivňují výslednou hodnotu).

H1: Model vychází z hlavní Hypotézy, že pokud je splněna nerovnost $ROE \geq WACC$, pak podnik spravující a rozvíjející nemovité věci či jeho část (středisko, zakázka, nemovitá věc) jsou efektivní.

H2: Pro konkrétní podnik bude důležité, jaký je požadavek vlastníků na výnosnost vlastního kapitálu (R_e ve výpočtu WACC). Proto se nabízí dále testovat, zda hlavní hypotéza vyjádřená nerovnicí $ROE \geq WACC$ je splněna při $R_e = R_d$ (požadovaná výnosnost cizích zdrojů ve výpočtu WACC).

Výše R_e vychází z aktuální situace v podniku (může být ovlivněna tím, jaká je aktuální průměrná cena cizích zdrojů podniku) a na trhu, kdy cena peněz na mezibankovním trhu je na úrovni tzv. technické nuly, a tudíž pokud by investor měl své volné finanční prostředky na účtu (i termínovaném) neobdržel by žádnou odměnu ve formě úroku (či minimální na úrovni desetiny procenta či ještě méně). Aktuální strategie bank je motivovat vkladatele k investicím, proto běžné i termínované účty téměř nejsou úročené.

V návaznosti na zafixování R_e na úrovni R_d bude zajímavé na konkrétním podniku (v kapitole 5) zjistit, jaké R_e je vlastně dosahováno, kam až investor (vlastník) může jít s požadavkem na rentabilitu vloženého kapitálu, aniž by musel měnit způsob a rozsah užívání nemovitých věcí (tj. aktuální stav, tj. účel užívání, podmínky, za kterých pronajímá či provozuje nemovitosti).

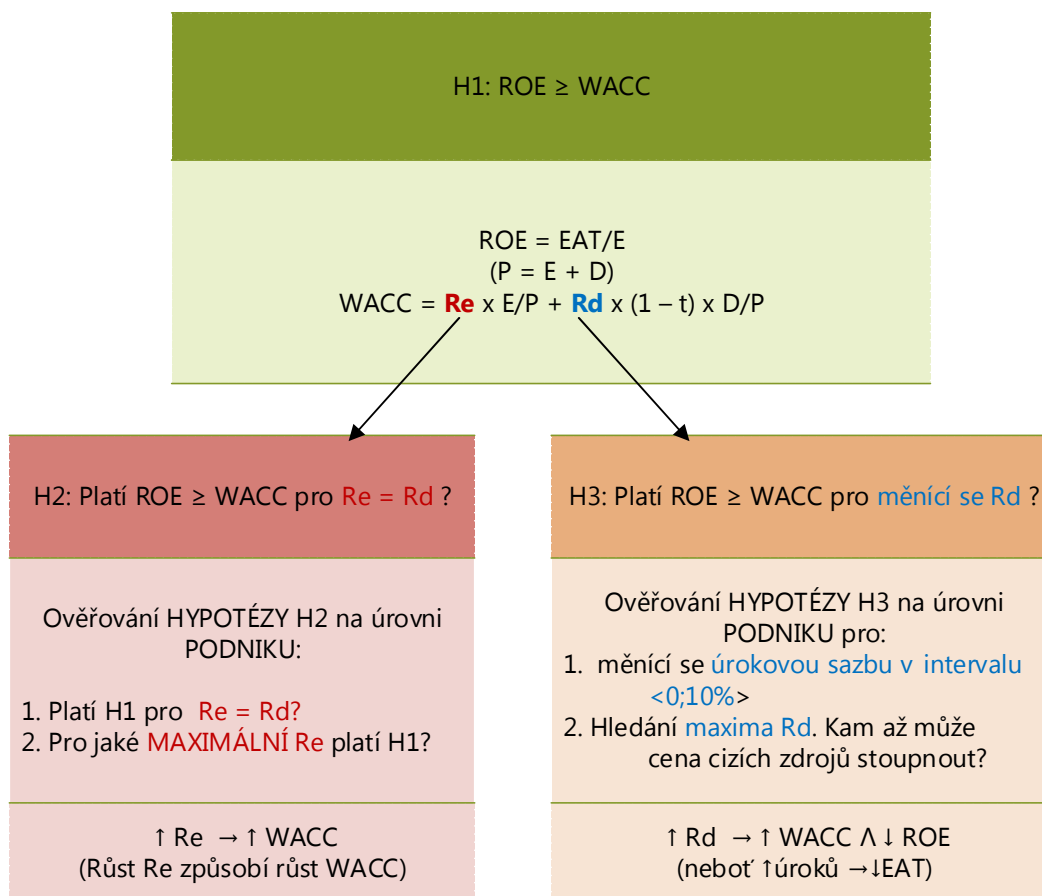
H3: Dále se nabízí testovat, zda hlavní hypotéza bude splněna při změně ceny peněz na mezibankovním trhu, tj. zda nerovnice platí, když cena peněz na mezibankovním trhu:

- Blíží se technické nule (aktuální situace od roku 2015), aktuální diskontní sazba 0,05%.
- Je menší než nula (záporné úrokové míry, které aktuálně některé centrální banky již aplikují).
- Je mírně větší než nula (až do roku 2015 standardní prostředí).
- Je výrazně vyšší než nula.

Interval úrokových měr, pro které bude H3 ověřováno na konkrétním podniku bude mezi nulou a deseti procenty. Důvodem je aktuální stav na bankovním trhu (spíše dolní hranice intervalu) a očekávaný střednědobý výhled (ve vazbě na americký trh, kde už se začínají úrokové míry mírně

zvyšovat). Zatím se jeví nepravděpodobné, že by mohlo ve střednědobém horizontu dojít k růstu úrokových měr nad hranici 10 %. Pokud by se tak stalo je velice pravděpodobné, že podniky, pro které je v této práci navrhován finanční model, by museli výrazně restrukturalizovat (což je nad rámec tematiky práce).

Schéma návazností hypotéz H1, H2 a H3 je dále.



Obrázek 2 - Schéma návratnosti hypotéz H1, H2 a H3 v navrhovaném modelu
[zdroj: vlastní, zpracování: vlastní]

Navržený obecný model včetně hypotézy, z které vychází, bude ověřen na případové studii (viz. Kapitola 5).

Hypotéza vychází z předpokladu, že každý podnik či konkrétní záměr je pro vlastníka investic, obzvláště pokud se jedná o podnikání s nemovitostmi (s nemovitými věcmi), tj. vlastník (de facto investor) požaduje návratnost své investice (vkladu neboli equity).

Zpřesněná hypotéza níže odpovídá na otázku „Jaký finanční ukazatel je vhodný pro komparaci?“:

„Rentabilita vloženého kapitálu (ROE) do konkrétního podniku či projektu zhodnocujícího nemovitou věc by měla být rovna nebo vyšší než vážené průměrné náklady na celkový kapitál vložený do projektu.“

Hypotéza vyjádřena nerovnicí:

$ROE \geq WACC$ platí jak pro podnik (podnik je souhrnem areálů nemovitých věcí), tak pro jednotlivé areály i pro jednotlivé nemovité věci.

4.3 Model, metodika, jednotlivé kroky

Proto, aby model mohl být používán v praxi, je třeba vytvořit metodiku (posloupnost kroků a případných doporučení), jak model implementovat a používat. Metodika vytvořená v disertační práci je popsána sledem 31 kroků, aby se mohla stát solidním základem pro vytvoření manuálu (názvem a záměrem práce je nejen vytvoření modelu, ale i jeho efektivní implementace, proto taková podrobnost kroků) a byla použitelná pro implementaci průměrným uživatelem v podniku.

Model se skládá ze dvou základních úrovní. Na úrovni podniku jsou v rámci modelu ověřovány (testovány) všechny hypotézy (H1, H2, H3), na úrovni středisek pouze základní H1, neboť WACC je počítán pouze pro úroveň podniku, tj. pro všechna střediska (či jiné části podniku, nicméně metodika předpokládá, že podnik se skládá ze středisek) je stejný.

Jak již bylo několikrát v textu připomínáno, pro úspěšnou implementaci a následné užívání modelu, je důležité definovat jednotlivé položky, z kterých se počítají 2 pro model klíčové ukazatele (ROE, WACC). Je třeba je jednoznačně definovat a případně upravit tak, aby byly jednoduše a snadno spočitatelné.

31 kroků (*Schéma* posloupnosti kroků je v plném znění práce) je členěno do 3 částí (kapitol):

4.3.1 – Základní nastavení (kroky 1 až 3)

4.3.2 – Výpočet a vyhodnocení na úrovni podniku (kroky 4 až 20)

4.3.2.1 – ROE a DuPont (kroky 4–9)

4.3.2.2 – WACC (kroky 10–18)

4.3.2.3 – Je splněna nerovnost na úrovni podniku? (kroky 19–20)

4.3.3. – Výpočet a vyhodnocení na úrovni středisek (kroky 21 až 31)

4.3.3.1 – ROE a DuPont (kroky 21–26)

4.3.3.2 – WACC – stejné jako pro podnik

4.3.3.3 – Je splněna nerovnost na úrovni středisek? (kroky 27–31)

Stejná struktura kapitol a čísel kroků (1 až 31) je analogicky použita i v kapitole 5 (ověření modelu na konkrétní společnosti), aby bylo zřejmé, že testování modelu na konkrétní společnosti probíhá v souladu s metodikou popsanou v této kapitole, pouze číslování 3 základních kapitol začíná číslem 5, tj. analogie v kapitole 5 je následující:

5.3.1 – Základní nastavení (kroky 1 až 3)

5.3.2 – Výpočet a vyhodnocení na úrovni PODNIKU (kroky 4 až 20)

5.3.3. – Výpočet a vyhodnocení na úrovni STŘEDISEK (kroky 21 až 31)

Pro rychlejší orientaci čísla a názvy kroků v kapitole 5 jsou modrým písmem.

Detailní popis jednotlivých kroků je součástí plného znění disertační práce, výčet všech kroků je na konci této kapitoly.

Pro snazší práci s výstupy z modelu je na úrovni středisek používáno **grafické** znázornění. Do grafu jsou vynášeny hodnoty ROE za střediska a hodnoty ROE a WACC za celý podnik. V prvním grafickém výstupu jsou na vodorovné ose jednotlivá střediska a na svislé v procentech ROE a WACC, tak aby bylo rychle zřejmé, která střediska nerovnost splňují a která ne.

Pro další grafické znázornění (v rámci modelu) a vyhodnocování výsledků je využita analogie marketingové matice BCG. Matice BCG byla použita pouze jako inspirace, neboť pro potřeby modelu bylo použito jiných parametry. V modelu je **matice investičního rozhodování** vytvářena tak, že do čtyř kvadrantů jsou vynesena střediska díky souřadnicím (ROE, E, míra neodepsanosti) a dle toho v jakém kvadrantu se středisko nachází, je pro středisko doporučována strategie. Míra neodepsanosti je v grafu znázorněna velikostí bubliny v bodě o souřadnicích (ROE, E).

Tabulka 2 - Matice investičního rozhodování

<p>$E = \text{HRANICE investice až nejvyšší } E$ ($E = \text{EQUITY}$)</p>	<p>OTAZNÍKY Je zde POTENCIÁL, který zatím není plně využit!!! Mají možnost stát se HVĚZDAMI či DOJNÝMI KRÁVAMI, tj. je třeba se jimi zabývat, aby bylo docíleno vyššího ROE STRATEGIE ROZVÍJENÍ nebo ZBAVOVÁNÍ se Tj. buď navrhnout a zrealizovat efektivní investici, která pomůže zvýšit ROE nebo prodat.</p>	<p>$ROE > WACC$ <i>Vpravo od této vodorovnice je $ROE > WACC$</i></p>	<p>HVĚZDY Vytváří zajímavé ROE a zároveň je zde stále POTENCIÁL pro jeho růst STRATEGIE ROZVÍJENÍ Je třeba neustrnout a stále hledat investice rozvíjející nemovitost, aby ROE buď rostlo, nebo alespoň dlouhodobě zůstalo nezměněné.</p>
<p>$E = X$ CZK</p>	<p><i>HRANICE EQUITY je volena v absolutní</i></p>		<p><i>výšce a je individuálně stanovena pro podnik</i></p>
<p>$E = 0$ až HRANICE investice</p>	<p>HLADOVÍ PSI!!! Nízká EQUITY a zároveň nízké ROE až záporné!!! STRATEGIE ZÁSADNÍ ZMĚNY nebo ZBAVOVÁNÍ se Je třeba okamžitě minimalizovat ztráty (obzvláště pokud ROE je již záporné) a přemýšlet o zásadní změně s nemovitostí včetně prodeje.</p>	<p>$WACC$ konkrétního podniku v %</p>	<p>DOJNÉ KRÁVY Aktuálně vysoké ROE bez potřeby investice, blíží se plná odepsanost investic (velice nízké EQUITY) STRATEGIE UDRŽENÍ a SKLÍZENÍ Aktuálně „bez práce“ je generováno vysoké ROE, ale dlouhodobě bez investice se z dojné krávy stane hladový pes, tj. „nyní žijí z podstaty“</p>
<p>$E = 0$</p>	<p><i>Záporné ROE až $WACC$ (podniku)</i></p>		<p><i>$WACC$ (podniku) až maximální ROE</i></p>

[zdroj: vlastní úprava matice BCG, zpracování: vlastní]

V matici jsou definovány osy tak, že na vodorovnou osu je vynášeno ROE v % a WACC v % za celou firmu. WACC tvoří vodorovnou hranici mezi levými a pravými kvadranty. Na svislou osu je vynášeno E (absolutní výše equity pro každé jednotlivé středisko). Horní a spodní kvadranty jsou odděleny osou, která je stanovena individuálně v každém podniku jako tzv. HRANICE equity. Je to výše v CZK, od které je investice podrobována pečlivějšímu schvalovacímu procesu.

Finálním výstupem z modelu je komentář a návrh opatření, jak pro jednotlivá střediska, tak pro celý podnik s cílem splnění nerovnosti ROE je větší či rovno WACC. Splnění této nerovnosti je v modelu považováno za stvrzení efektivnosti jak celku (podniku), tak jeho jednotlivých částí (středisek, či jednotlivých nemovitých věcí). Na základě výpočtů, komentářů a návrhu opatření sumarizovaných a dopracovaných v kroku 30, může management v kroku 31 rozhodovat na základně kvalitního podkladu.

Model a sled kroků je navržen tak, aby byl použitelný pro libovolnou společnost zabývající se správou a rozvojem nemovitostí. V rámci detailního popisu jednotlivých kroků je kladen důraz na definici jednotlivých parametrů pro výpočet ROE a WACC, neboť lze očekávat, že každá společnost bude mít nějaká specifika. Například equity může být definována pro výpočet v rámci

modelu odlišně od definice vlastního kapitálu ve výkazu Rozvaha. V případě, že až na úrovni středisek bude zjištěno, že equity je třeba definovat odlišně, je třeba se vrátit do kroku 17 a provést výpočet i pro takto odlišně definované equity.

Vzhledem k tomu, že navržený model je obecný, je použitelný pro podnik spravující a rozvíjející i jiný majetek než nemovitě věci, jen je třeba specificky definovat složky pro výpočet ROE.

Pro větší názornost je dále jejich výčet 31 kroků.

Základní nastavení:

1. Pro jakou účetní jednotku (účetní jednotka = podnik)?
2. Pro jaké účetní období (minulost/vstupy z účetní evidence či plán)?
3. Jeden výpočet či variantní zpracování (varianty „úpravy dat“, definice jaké úpravy dat, tj. jaká re-klasifikace bude prováděna)?

Výpočet a vyhodnocení na úrovni PODNIKU:

ROE a DuPont

4. Příprava dat na výpočet ROE (vzorec pro výpočet v souladu s kapitolou 3).
5. Příprava dat na výpočet jednotlivých úrovní DuPont (dekompozice na jednotlivé úrovně v souladu s kapitolou 3).
6. Kontrola zda jsou všechny složky pro výpočet ROE a DuPont na úrovni podniku dostupné (pokud ne, přizpůsobit definici chybějících složek možnostem konkrétního podniku)
7. Definice, co je pro konkrétní podnik EQUITY.
8. Vlastní výpočet ROE a jednotlivých úrovní DuPont dekompozice.
9. Komentář k výsledkům.

WACC – jen na úrovni podniku

10. Příprava na výpočet WACC (vzorec pro výpočet v souladu s kapitolou 3).
11. Kontrola zda jsou všechny složky pro výpočet WACC dostupné (pokud ne, přizpůsobit definici chybějících složek možnostem konkrétního podniku).
12. Definice, co je pro konkrétní podnik EQUITY, varianty a volba nejvhodnější pro konkrétní podnik.
13. Kontrola, zda je používána stejná definice EQUITY (stejná jako pro výpočet ROE), pokud ne přepočítat ROE v souladu s touto definicí EQUITY.
14. Výpočet WACC na úrovni $Re = 0$.
15. Výpočet WACC – xls tabulka.
16. Vyhodnocení za podnik při $Re = 0$.
17. Jaké je **Re** (požadovaná návratnost vlastního kapitálu)? *De facto ověřování H2*. Je dána (vlastníky/investory)? Je požadováno spočítat varianty? Je třeba najít maximální možnou pro počítanou (zvažovanou) situaci?
18. Jaká je **cena cizích zdrojů**? *De facto ověřování H3*. Je třeba testovat očekávanou změnu? Pokud ano, pro jaké úrokové míry či interval?
19. JE SPLNĚNA NEROVNOST (hlavní hypotéza) NA ÚROVNI PODNIKU? (Zpracovat komentář, návrh opatření, aby byla splněna.)
20. Vyhodnocení na úrovni PODNIKU včetně návrhu opatření.

Výpočet a vyhodnocení na úrovni STŘEDISEK (suma středisek = podnik)

ROE

21. Příprava dat na výpočet ROE (vzorec pro výpočet v souladu s kapitolou 3).
22. Příprava dat na výpočet jednotlivých úrovní DuPont (dekompozice na jednotlivé úrovně v souladu s kapitolou 3).

23. Kontrola zda jsou všechny složky pro výpočet ROE a DuPont na úrovni středisek dostupné. Pokud nejsou dostupné rozvahové položky pro DuPont na úrovni středisek, tak výpočet pouze ROE bez dekompozice (oběžná aktiva a cizí a vlastní zdroje pravděpodobně nemusí být vždy alokovány na střediska).
 24. Definice, co je pro konkrétní střediska EQUITY. Kontrola, zda je Equity stejně definované jako pro ROE na úrovni podniku. Pokud není, pak dopočet ROE i pro úroveň podniku.
 25. Vlastní výpočet ROE za jednotlivá střediska, a pokud je možné, tak i jednotlivých úrovní DuPont dekompozice.
 26. Komentář k výsledkům.
- WACC – použít výsledek pro úroveň podniku.*
27. Grafické vyjádření na úrovni středisek.
 28. Matice investičního rozhodování (kategorie středisek, doporučující strategie).
 29. JE SPLNĚNA NEROVNOST (hlavní hypotéza) u všech STŘEDISEK? (zpracovat komentář a NÁVRH OPATŘENÍ s cílem, aby nerovnost byla splněna)
 30. Vyhodnocení a komentář na úrovni středisek. Finální podklad pro rozhodování.
 31. Volba strategie – nápravných opatření.

5 TESTOVÁNÍ MODELU NA PŘÍPADOVÉ STUDII

V této kapitole je testován model (respektive hypotéza) na konkrétním podniku.

5.1 Popis testovaného podniku

Testovaná společnost (dále jen „EN“) spravuje nemovité věci [25] (dále jen „nemovitosti“), připravuje jejich rozvojové plány, zvažuje nákup dalších nemovitostí či projektů. Společnost nemá jednotný nástroj (model) pro efektivní finanční řízení pro top a střední management a pro vlastníky (vlastníci se aktivně účastní řízení společnosti).

5.2 Startovací pozice konkrétního podniku

Podnik, na kterém je model testován, a jeho skutečnou ekonomickou efektivitu je možné vyhodnocovat až od roku 2014, neboť do konce roku 2013 byl součástí velké stavební firmy. Do konce roku 2013 byl oddělením správy nemovitostí (ve struktuře stavební společnosti nákladové středisko), které bylo ztrátové. Vzhledem k tomu, že vnitropodnikové účetnictví bylo nastaveno pouze pro nákladové a výnosové účty (a ne pro všechny), nejsou k dispozici data pro sestavení ROE dekompozice za období do 31. 12. 2013. Za roky 2011 až 2013 jsou k dispozici pouze výsledky hospodaření za jednotlivé roky (ztáty) a výnosy celkem za jednotlivá střediska.

Tabulka 3 - Středisko správy nemovitostí – výsledky hospodaření 2011–2013

(v tis. Kč) / rok	2013	2012	2011
Střediskové výnosy celkem	57 564	53 174	50 577
Střediskové náklady celkem	61 570	55 281	52 965
Střediskový hospodářský výsledek	- 4 006	- 2 107	- 2 388

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Společnost vznikla odštěpením střediska správy nemovitostí od velké stavební společnosti a sloučením s novou společností, pro tyto účely založenou v prosinci 2013 (rozhodným dnem pro

odštěpení sloučením je 1. 1. 2014). Vymezení odštěpku bylo předmětem Projektu rozdělení odštěpením sloučením (v souladu se zákonem č.125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů). Převáděný majetek byl vyvážen především nerozděleným hospodářským výsledkem minulých let (charakterem vlastní zdroj) a jinými dlouhodobými závazky, což jsou dlouhodobé půjčky vlastníků společnosti (které z pohledu výpočtu ROE a zvyklostí počítání ROE u developerských společností také mohou být považovány za vlastní zdroje, tedy část Equity pro výpočet ROE). Toto bude mít vliv na definici Equity pro výpočty v modelu (především na úrovni středisek).

Na straně aktiv bylo odštěpeno:

- Pozemky, stavby, samostatné movité věci včetně oprávek.
- Zboží v prodejnách (hotel).
- Peníze ve výši kaucí z titulu nájemních smluv.

Na straně pasiv bylo odštěpeno:

- Nerozdělený zisk minulých období.
- Jiné dlouhodobé závazky.
- Odložený daňový závazek (související s převáděným fixním majetkem).
- Přijaté provozní zálohy – kauce (nemovitosti a jejich části jsou pronajímány).

Spolu s aktivy a pasivy, výše uvedenými, byly odštěpeny všechny obchodně závazkové vztahy související s převáděnými nemovitostmi a zaměstnanci oddělení správy nemovitostí.

Společnost s účinností od 1.1 2014 zahájila samostatnou činnost v oblasti správy a rozvoje nemovitých věcí a provozování ubytovacích služeb, tj. její dvě klíčové podnikatelské činnosti jsou:

- správa a rozvoj nemovitostí (nájem a služby související, tj. část ze spektra FM) a
- hotelnictví (ubytovací služby).

5.3 Nastavení a implementace modelu, jednotlivé kroky

V kapitole 4 byla definována posloupnost kroků pro nastavení, implementaci a užívání finančního modelu. Jednotlivé kroky (schéma v plném znění práce) jsou zpracovány pro konkrétní společnost, čímž je ověřována platnost hypotézy (hypotéz) na konkrétním případě.

Jak je zmíněno v kapitole 4, na úrovni podniku jsou v rámci modelu ověřovány (testovány) všechny hypotézy (H1, H2, H3), na úrovni středisek pouze základní H1, neboť WACC je počítán pouze pro úroveň podniku, tj. pro všechna střediska je považován za stejný.

Dále jsou sumarizovány klíčové výsledky ve formě výběru podstatných tabulek a obrázků ve vazbě na ověřování hypotézy. Detailní zpracování jednotlivých kroků dle posloupnosti je v úplném znění práce.

5.3.1 Základní nastavení modelu

Společnost byla testována na datech z minulosti z již uzavřených účetních období. Jednalo se o auditovaná data za rok 2015, pro DuPont byla použita i auditovaná data za rok 2014. Některé části modelu byly ověřovány i na tzv. „upravených datech“ (definice je níže), čímž bylo vytvořeno více variant pro testování hypotézy, z které vychází navržený model.

Definice: Pokud je v textu kdekoli v práci užíváno „úprava“ či „upravená data“, vždy je tím míněno, že účetní jednotka se rozhodla re-klasifikovat položky „opravy a údržba“ vedoucí k efektivnějšímu užívání nemovité věci na odpisovaný majetek

5.3.2 Výpočet a vyhodnocení na úrovni PODNIKU v rámci modelu

Na úrovni podniku byl proveden výpočet ROE a DuPont v souladu s definicemi a vzorci uvedenými v kapitole 3. V první fázi je Equity definováno ve výši Základního kapitálu (definice základního kapitálu v souladu s Rozvahou).

Tabulka 4 - ROE dekompozice/komprimovaná verze výpočtu – úroveň I.- IV.

Úroveň	Ukazatele	Vzorce	Bez úprav	Bez úprav
<i>dekompozice</i>	EN 2014, 2015 - DuPont		2015	2014
			tis. CZK	tis. CZK
I.	ROE	EAT/E	6,26 %	3,17 %
II.	ROA	EAT/A	3,63 %	1,77 %
	Finanční páka	A/E	172,41 %	178,66 %
III.	ROS	EAT/S	8,34 %	4,48 %
	Obrat aktiv	S/A	43,58 %	39,52 %
IV.	Úrokové břemeno	EBT/EBIT	75,79 %	60,66 %
	Daňové zatížení	EAT/EBT	80,41 %	81,02 %
	Provozní rentabilita tržeb	EBIT/S	13,68 %	9,12 %

Vysvětlivky: Název sloupce Bez úprav = Auditovaná data

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Tabulka 5 - ROE dekompozice (komprimovaná verze) ÚPRAVA – úroveň I.- IV.

Úroveň	Ukazatele	Úpravy	Úpravy	
<i>dekompozice</i>	EN 2014, 2015 - DuPont	2015	2014	
		tis. CZK	tis. CZK	
I.	ROE (vyšší)	EAT/E	9,6 %	6,74 %
II.	ROA (vyšší)	EAT/A	5,63 %	3,82 %
	Finanční páka (nižší)	A/E	170,66 %	176,62 %
III.	ROS (vyšší)	EAT/S	13,25 %	9,92 %
	Obrat aktiv (mírně nižší)	S/A	42,45 %	38,5 %
IV.	Úrokové břemeno	EBT/EBIT	83,23 %	76,18 %
	Daňové zatížení	EAT/EBT	80,63 %	81,02 %
	Provozní rentabilita tržeb (vyšší)	EBIT/S	19,75 %	15,07 %

Vysvětlivky: Úpravy v záhlaví sloupců znamenají upravená auditovaná data (viz definice v 5.3.1).

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Detailní rozklad DuPont a Komentář k výsledkům (k předchozím dvěma tabulkám) jsou v plném znění práce.

5.3.2.1 WACC – jen na úrovni podniku

Kroky 10 až 15: Následují kroky, které vedou k výpočtu ukazatele WACC na úrovni podniku.

Vzorec pro výpočet WACC je v souladu s kapitolou 3.3.3.

$Re = 0$ (v první fázi bez konkrétního požadavku vlastníka).

Rd je třeba dopočítat, neboť jediný zpoplatněný cizí zdroj jsou půjčky od vlastníků, pro oba roky je výše úroku 5 % p.a. (dohledáno ze Smluv o půjčkách).

Vlastní kapitál (E) je zatím definován v souladu s Rozvahou (stejně jako pro výpočet ROE).

Dále je uvedena tabulka se vstupy potřebnými pro výpočet WACC včetně WACC dopočteného pro $Re = 0$.

Tabulka 6 - Vlastní a cizí zdroje společnosti a jejich cena

		Bez úprav	%	Bez úprav	%
		2015	cena	2014	cena
		tis. CZK	zdroje	tis. CZK	zdroje
PASIVA celkem	P	146 129		141 948	
Vlastní zdroje (kapitál)	E ¹	84 758		79 450	
Časové rozlišení		3 528		3 917	
Cizí zdroje – detail	D	57 843	3,5 %	58 581	3,6 %
<i>Dlouhodobé závazky</i>		<i>46 776</i>	<i>4,3 %</i>	<i>48 607</i>	<i>4,3 %</i>
Jiné závazky (půjčky od vlastníků)		40 258	5,0 %	42 271	5,0 %
Odložený daňový závazek		6 518	0 %	6 336	0 %
<i>Krátkodobé závazky</i>		<i>11 067</i>	<i>0 %</i>	<i>9 974</i>	<i>0 %</i>

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Z Tabulky 6 vyplývá, že společnost používá pro své podnikání cizí zdroje, jejichž vážená cena je 3,5 % pro rok 2015 (3,6 % pro rok 2014). Nejdražším cizím zdrojem (5 % p.a.) jsou dlouhodobé půjčky od vlastníků. Pokud by byla porovnávána pouze vážená cena cizího kapitálu (přísnější podmínka, než když se poměruje s WACC) a ROE, v roce 2015 je ROE vyšší (z Tab. 4, je zřejmé, že ROE pro rok 2015 (auditovaná data bez úprav) = 6,26%), tj. nerovnost (podmínka nerovnicí vyjádřená) je splněna.

Pro potřeby EN (zkratka názvu testované společnosti) je vytvořena varianta k WACC, která je nazývána WACD (Weighted Average Cost of Debt), tzv. průměrný náklad na CIZÍ zdroje (v Tabulce 6 pro rok 2015 ve výši 3,5%).

Do vzorce pro výpočet WACC je zatím zahrnuto „Re“ ve výši nula. „Re“ bývá obecně definováno jako požadovaná návratnost vlastních (či vložených) zdrojů a je možné ho variantně měnit.

Za předpokladu, že $Re=0$, pak pro roky 2014 a 2015, WACC dosahuje následujících hodnot (dopočet vzorce z kapitoly 3.3.3):

2015: WACC = 1,12%

2014: WACC = 1,21%

Krok 16 - Vyhodnocení za podnik při $Re = 0$

ROE za firmu jako celek pro jednotlivé roky je vyšší než WACC s „Re“ rovno nule, což je zřejmé z následující tabulky. Když je $Re=0$, pak WACC jsou de facto vážené průměrné náklady na cizí kapitál.

Tabulka 7 - Ověřování platnosti hypotézy H1 – rekapitulace výsledků

Data roku	Bez úprav/ Upravená	ROE %	WACC %	Re %	Rd %	Platí $ROE \geq WACC$
2014	Bez úprav	3,17	1,21	0	3,6	ano
2015	Bez úprav	6,26	1,12	0	3,5	ano
2014	Upravená	6,74	1,21	0	3,6	ano
2015	Upravená	9,6	1,12	0	3,5	ano

¹ VLASTNÍ ZDROJE (EQUITY) pro výpočet WACC jsou rovny vlastnímu kapitálu v souladu s terminologií ve výkazu Rozvaha.

Vysvětlivky:

„Equity“ definováno v souladu s Rozvahou (vlastní kapitál)

„Upravená“ – re-klasifikace „opravy a údržba“ na 5 let odepisovaný majetek

„Bez úprav“ – auditované výsledky

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Z výše uvedeného (poslední sloupec Tabulky 7, která výsledky testování rekapituluje) vyplývá, že pro podnik jako celek nerovnost pro roky 2014 a 2015 platí, a to jak pro výsledky z auditovaných dat, tak pro výsledky z dat tzv. upravených. Pokud by nerovnost neplatila, je to určitě signál prozkoumat příčiny a hledat nápravná opatření.

Krok 17 - Jaké je Re (požadovaná návratnost vloženého kapitálu)? Jak vysoké Re může vlastník očekávat či požadovat? **Tento krok je ověřování dílčí hypotézy H2.**

- Je daná?** Ano, je třeba ověřit, zda nerovnost (hypotéza H1) platí pro $Re = Rd = 3,5\%$. Vlastník požaduje návratnost vloženého kapitálu alespoň na úrovni průměrných nákladů na cizí kapitál, což je v roce 2015 3,5 % p.a..
- Je třeba spočítat varianty?** Ano, výběr pro upravená auditovaná data v intervalu 0 až 7 % a pro auditovaná data z intervalu 0 až 11,5 %.
- Je třeba najít maximální možnou Re pro počítanou situaci?** Ano, je to požadováno.

V obecném návrhu metodiky modelu je zmiňováno, že v návaznosti na hlavní hypotézu bude důležité zároveň ověřit, jak se model chová, při různém Re (požadovaná rentabilita vlastního kapitálu v souladu s definicí vlastního kapitálu v Rozvaze). V předchozích výpočtech se pro výpočet WACC používalo Re rovno nule. Výpočtem Re je možné se zabývat přinejmenším z dvou úhlů pohledu, a sice:

- Jaké Re podnik za stávající situace je schopen vlastníkům zajistit (výpočet na základě dat pro konkrétní účetní období, tj. známá cena cizího kapitálu a poměr cizích a vlastních zdrojů, plus známé ROE podniku).
- Je toto Re pro vlastníky dostačující? Pokud ne, co je možné pro jeho zvýšení udělat? (DuPont rozklad a rozklad WACC a hledání prostoru pro zlepšení v rámci jednotlivých složek za podnik a za jednotlivé areály.)

Dílčí hypotéza H2 tedy zní: Je hlavní hypotéza vyjádřená nerovnicí $ROE \geq WACC$ splněna při $Re = Rd = 3,5\%$?

Z výše uvedeného vyplývá, že hledáme takové Re, při kterém je splněna alespoň minimální podmínka, tj. při jakém Re platí, že $ROE = WACC$.

Dále jsou pro ověření dílčí hypotézy použita data za rok 2015 (auditovaná) za podnik jako celek, a sice ve **dvou variantách**:

Var. I – Data nijak re-klasifikovaná (dále „neupravená“), tj. v souladu s auditovanou závěrkou za rok 2015

Var. II – Data re-klasifikovaná (dále „upravená“) tak, že některé opravy vedoucí k vyšším výnosům a efektivnějšímu využívání provozu jsou re-klasifikována na investice, tj. na majetek (což způsobí, růst hodnoty majetku, snížení nákladů a růst daně z příjmu a růst zisku)

Zkratky v Tabulce 8 a dalších, této podobných, mají následující význam:

Re je požadovaná rentabilita VK (definice vlastního kapitálu v souladu s Rozvahou) používaná ve vzorci pro výpočet WACC.

ROE je rentabilita Equity. Equita je definovaná jako zůstatková cena nemovitých věcí k rozhodnému dni odštěpení sloučením, tj. k 1. 1. 2014 zvyšovaná o investice do nemovitých věcí po tomto datu, což je definice, která dále umožňuje i výpočet a testování na úrovni středisek. Tato definice Equity pro výpočet ROE (zde již použita i pro úroveň podniku) je v souladu s definicí Equity, kterou používají tzv. developerské společnosti, kde Equitou je celkový VLOŽENÝ

NEBANKOVNÍ kapitál do projektu (nemovité věci). Vzhledem k tomu, jak testovaná společnost vznikla (odštěpení sloučením) je Equity pro výpočet ROE definována tímto způsobem (od kroku 17 až do posledního kroku 31). Tato definice je i vyhovující pro výpočet na úrovni středisek.

Var. I – Re při splnění rovnosti ROE = WACC na úrovni podniku (neupravená data)

Pokud je pro vlastníky dostačující rentabilita vlastního kapitálu ve výši 5,53 %, pak ROE podniku (ve výši 4,32%) je dostatečně vysoké.

Je splněna dílčí hypotéza, že nerovnost platí pro $Re = 3,5 \%$, neboť ROE je vyšší nebo rovno WACC (WACC = 3,15 % a ROE = 4,32%) až do $Re = 5,5 \%$, tj. platí pro Re v intervalu nula až 5,53 %, viz. Tabulka 9 (v této fázi výpočtu (celý krok 17) se nijak nemění průměrného cena cizího kapitálu, tj. je ve výši 3,5% p.a.).

Var. II – Re při splnění rovnosti ROE = WACC na úrovni podniku (upravená data)

Pokud je pro vlastníky dostačující návratnost vlastního kapitálu ve výši 8,97 %, pak ROE podniku je dostatečně vysoké.

Je splněna dílčí hypotéza, že nerovnost platí pro $Re = 3,5 \%$, neboť ROE je vyšší nebo rovno WACC (WACC = 3,15 % a ROE = 6,32%) až do Re ve výši 8,97% (tj. platí pro Re v intervalu od nuly do 8,97 %).

Výstupy výpočtů a vyhodnocení v tomto kroku jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka 8 - Ověřování platnosti hypotézy H2 datech roku 2015

Varianta	Bez úprav/ Upravená	ROE %	WACC %	Pro jaké Re (%) ROE=WACC	Interval Re, kdy platí ROE≥WACC
Var I	Bez úprav	4,32	4,32	5,53	<0; 5,53>
Var II	Upravená	6,32	6,32	8,97	<0; 8,97>

Vysvětlivky:
 „Equity“ pro výpočet ROE = ZC vloženého majetku k 1. 1. 2014 zvyšovaná o nový majetek (celkový vložený nebankovní kapitál).
 Poslední sloupec uvádí, pro jaký interval Re (rentabilita vložených prostředků) H1 platí, tj. pro $Re = 3,5 \%$ nerovnost platí v obou variantách

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Vlastník na základě tohoto modelu získává informaci, jaká je aktuální (na základě účetních dat) či jaká je plánovaná (na základě plánovaných hodnot) rentabilita equity (vkládaného kapitálu). Díky této informaci může volit, zda tato rentabilita při daném riziku je dostatečná, či zda chce rentabilitu vyšší. Pokud chce rentabilitu vyšší, pak je možné, buď na základě DuPont dekompozice za podnik a za jednotlivé areály a WACC za celý podnik, hledat rezervy a příležitosti ke změnám a zlepšení uvnitř konkrétního podniku či porovnávat s jinými na trhu dostupnými příležitostmi a případně se rozhodnout pro jinou investici (vložit kapitál do jiného podniku či projektu).

Krok 18 - Jaký je očekávaný vývoj ceny cizích zdrojů? V tomto kroku je ověřována hypotéza H3.

a) Je třeba testovat očekávanou změnu? Ano, protože je pravděpodobná změna úrokových sazeb.

b) Pokud ano, pro jaké úrokové sazby či v jakém intervalu? Podnik předpokládá, že pokud dojde ke změně úrokové sazby, tak bude v intervalu (0; 10 % p.a.).

Dílčí hypotéza H3 zní:

Zúžení hypotézy pro testování: „Nerovnice platí pro úrokovou sazbu (která reprezentuje cenu cizích zdrojů) pohybující se v intervalu nula až deset procent ročně (0; 10 % p.a.).“

V Tabulce 9 dále je vybráno několik úrokových měr (cena peněz na bankovním trhu) z intervalu nula až 10 %. Pro těchto několik úrokových sazeb jsou dopočteny následující položky s použitím auditovaných dat za rok 2015 neupravených:

- Průměrná cena cizích zdrojů.
- Úrokové náklady.
- Zisk po zdanění (EAT).
- ROE, pro jejichž výpočet je použita Equity ve výši zůstatkové ceny nemovitých věcí k rozhodnému dni zvýšená o nové investice.

Tabulka 9 - Dopočet parametrů při měnící se úrokové sazbě – neupravená data roku 2015

Úroková sazba (půjčka)		0	2 %	3,50 %	5 %	10 %
Cizí zdroje – průměrná cena		0	1,40 %	2,40 %	3,50 %	7,00 %
Úrokové náklady		0	844	1 476	2 109	4 218
EAT		7 016	6 680	6 117	5 308	3 745
E (ZC) - pro výpočet ROE		122 759	122 759	122 759	122 759	122 759
ROE		5,72 %	5,44 %	4,98 %	4,32 %	3,05 %

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Na základě dopočtených parametrů v Tabulce 9 pro některé úrokové míry (především krajní hodnoty intervalu), je dále testována nerovnost (hlavní hypotéza) pro **varianty A, B, C**. Zvýrazněný sloupec v Tabulce 9 při úrokové míře 5 % již byl testován, reprezentuje auditovaná data podniku za rok 2015 bez úprav.

Var. A – Testování nerovnosti při ceně cizích zdrojů 0%

Tabulka 10 - Re při splnění rovnosti – neupravená data roku 2015, Var. A

<i>Re</i>	0,00 %	3,50 %	5,00 %	7,00 %	9,00 %	9,87 %	12,00 %
WACC	0,00 %	2,03 %	2,90 %	4,06 %	5,22 %	5,72 %	6,96 %
ROE	5,72 %	5,72 %	5,72 %	5,72 %	5,72 %	5,72 %	5,72 %
ROE > WACC	ano	ano	ano	ano	ano		
ROE = WACC						ano	
ROE < WACC							ano

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Při ceně cizích zdrojů 0% nerovnost (hlavní hypotéza) platí a výnosnost vlastního kapitálu *Re* dosahuje 9,87%.

Je zjevné, že vzhledem k nulové ceně cizích zdrojů je rentabilita vyšší (nejvyšší ze všech testovaných variant). Nicméně nulová cena peněz nemotivuje podnik, který cizí zdroje užívá k efektivnímu hospodaření a racionální volbě, jak velký objem cizích zdrojů si „může dovolit“. Tato situace, kdy cizí zdroje jsou tak levné, je na trhu výjimečná a je třeba očekávat, že bude existovat jen velice krátkodobě, tj. není možné z ní vycházet pro dlouhodobé záměry (dlouhodobé investice do nemovitých věcí s dlouhodobou splatností).

Var. B – Testování nerovnosti při ceně cizích zdrojů 2%

Tabulka 11 - Re při splnění rovnosti – neupravená data roku 2015, Var. B

Re	0,00 %	3,50 %	5,00 %	7,00 %	9,00 %	9,38 %	12,00 %
WACC	0,64 %	2,67 %	3,54 %	4,70 %	5,22 %	5,44 %	6,96 %
ROE	5,44 %	5,44 %	5,44 %	5,44 %	5,44 %	5,44 %	5,44 %
ROE > WACC	ano	ano	ano	ano	ano		
ROE = WACC						ano	
ROE < WACC							ano

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Při ceně cizích zdrojů 2% nerovnost (hlavní hypotéza) platí a výnosnost vlastního kapitálu Re dosahuje 9,38%.

Var. C – Testování nerovnosti při ceně cizích zdrojů 10%

Tabulka 12 - Re při splnění rovnosti – neupravená data roku 2015, Var. C

Re	0,00 %	0,01 %	5,00 %	7,00 %	9,00 %	9,38 %	12,00 %
WACC	3,21 %	3,21 %	6,11 %	7,27 %	8,43 %	8,65 %	10,17 %
ROE	3,05 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %	3,05 %
ROE > WACC							
ROE = WACC							
ROE < WACC	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Při ceně cizích zdrojů 10 % p.a. není testovaný podnik schopen dosáhnout ROE vyšší než WACC, což ukazuje na situaci, kdy podnik musí hledat taková opatření, aby nerovnost byla splněna, což ukazuje na vhodnost modelu. Model ukazuje, kdy je třeba hledat a realizovat nápravná opatření, aby požadavky vlastníků na výnosnost investic byly splněny. V následující tabulce je rekapitulace výsledků testování hypotézy H3 v tomto kroku.

Tabulka 13 - Ověřování platnosti hypotézy H3 na datech roku 2015

varianta	Úroková sazba %	Rd %	ROE %	WACC %	Pro jaké Re (%) ROE=WACC	Platí ROE ≥ WACC
Var A	0	0	5,72	5,72	9,87	ano
Var B	2	1,4	5,44	5,44	9,38	ano
Aktuální	5	3,5	4,32	4,32	5,53	ano
Var C	10	7	3,05	3,31	N/A	ne

Vysvětlivky: „Equity“ pro výpočet ROE = ZC vloženého majetku k 1. 1. 2014 zvyšovaná o nový majetek (celkový vložený nebankovní kapitál).
„N/A“ nemá řešení

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Komentář:

Z tabulky je zřejmé, že růst úrokové míry způsobí růst Rd, což způsobí růst WACC a zároveň pokles ROE (neboť rostou náklady (úroky), což způsobí pokles zisku). Pro podnik bylo dopočteno Rd, Re, ROE a WACC pro různé úrokové míry na auditovaných datech roku 2015.

5.3.2.2 Nerovnost na úrovni PODNIKU

Kroky 19 až 20:

Předmětem testování (až po krok 18) bylo, zda ve společnosti EN platí, že $ROE \geq WACC$ na úrovni **podniku** jako celku.

Z výpočtů (FA) v případové studii za roky 2014 a 2015 a rekapitulace výsledků v tabulkách vyplývá, že pro celý podnik nerovnice $ROE \geq WACC$ platí a to při dvou různých definicích Equity pro výpočet ROE (nejprve v souladu s Rozvahou ve výši VLASTNÍHO kapitálu a následně ve výši celkového VLOŽENÉHO nebankovního kapitálu).

Hypotéza platí, nicméně je zřejmé, že testovaný podnik má velké rezervy v efektivním využívání nemovitých věcí, neboť při ceně cizích zdrojů 10% již není schopen vygenerovat takový čistý zisk, aby ROE bylo vyšší než WACC. Hranice 10 % neznamená neplatnost hlavní hypotézy, tato hranice ukazuje, až do jaké úrokové míry je podnik schopen přežívat bez akutních potíží a zároveň bez větších změn. Nerovnice vlastně ukazuje na mez, při které je sice možné podnikat dále a dosahovat absolutního zisku (i když nižšího), ale za cenu, že poskytovatelé cizích zdrojů budou dostávat větší odměnu za investici do podniku než vlastníci, což určitě není záměrem racionálního vlastníka.

Je zřejmé, že čím je cena cizích zdrojů nižší, tím je nižší WACC a tím je vyšší ROE a výnosnost vlastních zdrojů. To je vlastně zjednodušený popis principu nerovnice (hlavní hypotézy modelu) při změně ceny cizích zdrojů. Tento růst rentability vloženého kapitálu (testovaný při hypotéze H3) je ale výsledkem vnějšího prostředí (cena peněz na bankovním trhu je závislá na ekonomickém cyklu, stabilitě ekonomiky, tj. na kondici makroprostředí). V moci vlastníka a jím pověřeného managementu je ale ovlivňování faktorů vnitřních, tj. jednotlivých položek ROE dobře čitelných z DuPont dekompozice, a to jak na úrovni podniku, tak jeho částí. Hlavní hypotéza byla použita pro tvorbu modelu finančního řízení proto, že pomáhá včas odhalovat neefektivnosti jednotlivých složek a míru jejich vlivu na celek. **Testováním hlavní hypotézy i dílčích H2 a H3 nebyla vyvrácena platnost nerovnice navrhované pro efektivní řízení investic do nemovitých věcí, viz rekapitulace výsledků testování v Tabulkách 7, 8, 13.**

5.3.3 Výpočet a vyhodnocení na úrovni STŘEDISEK v rámci modelu

Navazující testování H1 na úrovni středisek ukazuje, kde (na kterém středisku) je příležitost ke zlepšení ROE (tj. kde je neefektivita).

5.3.3.1 ROE pro jednotlivá střediska

Kroky 21 až 26: Výpočet ROE dále probíhá analogicky jako pro úroveň podniku.

Vzhledem k tomu, že společnost v rámci svého vnitropodnikového účetnictví neviduje Equity (vložený kapitál definovaný v souladu se standardním výkazem rozvaha) je třeba Equity pro výpočet na úrovni středisek definovat jinak. Vzhledem k tomu, že společnost vznikla odštěpením sloučením, a to s účinností k 1. 1. 2014 (rozhodný den pro přenos majetku a ve stejné výši zdrojů tímto institutem do nově vzniklé společnosti), je v tomto případě definována Equity ve výši zůstatkové ceny nemovitých věcí k 1. 1. 2014 (pro rok 2015 zvýšená o nový majetek či technické zhodnocení pořízené po 1. 1. 2014). Tato definice je pro potřeby společnosti vhodná, neboť výše pasiv pro odštěpení byla volena tak, aby vyvážila převáděné množství majetku. Převáděný (odštěpovaný majetek) byl vyvážen na straně pasiv především hospodářským výsledkem minulých let (typově jednoznačně vlastní zdroj) a dlouhodobými půjčkami od vlastníků (pokud se na to budeme dívat optikou developerských společností, opět se jedná o vklad kapitálu partnerů, pouze je zvolena jiná forma, než vklad do základního kapitálu společnosti). Vzhledem k těmto skutečnostem je výše uvedená definice Equity vypovídající, neboť de facto reprezentuje situaci, kdyby majetek nebyl převeden institutem odštěpení sloučením, ale jako kdyby ho

společnost pořizovala a na jako pořizování použila vlastní kapitál (pasiva) ve struktuře nerozdělený zisk minulých let a půjčky na místo vkladu do základního kapitálu.

Tabulka 14 – Vstupy pro výpočet ROE na úrovni středisek v tis.CZK

Středisko	Slaný	Strašnice	Trutnov	Motol	Kladno	N. Jách.	Švermov	HK	PODNIK
Equity	2 086	14 067	1 983	55 850	21 497	4 767	8 220	14 213	122 683
EAT	1 255	1 406	-104	-231	3 092	-153	72	-29	5 308

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

V testované společnosti (respektive v jejím vnitropodnikovém účetnictví nejsou k dispozici všechny komponenty potřebné pro výpočet v členění na jednotlivá střediska, tj. pro testovanou firmu není možné provést DuPont dekompozici na úrovni středisek. I bez tohoto detailu je možné dále pokračovat a model poskytnout dostatečné množství podkladů a výstupů.

Tabulka 15 - Vybrané ukazatele středisek společnosti EN v roce 2015 v %

rok 2015 bez úprav	středisko	Slaný	Strašnice	Trutnov	Motol	Kladno	Nový Jáchymov	Švermov	HK
celek	WADC	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48
celek	WACC	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
celek	ROE-CELÁ FIRMA	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32
na středisko	ROE	60	10	-5	0	14	-3	1	0

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

V Tabulce 15 a všech následujících a v následujících obrázcích a úvahách je ROE za celý podnik počítáno stejnou metodikou jako ROE pro jednotlivá střediska, tj. Equity je ve výši zůstatkové ceny nemovitých věcí v areálech k 1. 1. 2014 (rozhodný den pro odštěpení sloučením), tj. do vlastního kapitálu jsou započítány i půjčky od vlastníků. Tj. v DuPont analýze za celou firmu je ROE za podnik vyšší, neboť tam je do Equity zahrnut pouze vlastní kapitál vykázaný v auditované Rozvaze. WACC v tabulce je pro $Re = 0$. Nicméně výsledky by byly stejné (rozložení areálů do kvadrantů matice investičního rozhodování a jejich ROE) i kdyby bylo použito WACC ve výši 4,32 % pro $Re = 5,53$ %.

Krok 26: Komentář k výsledkům

Z Tabulky 15 je zřejmé, že některá střediska nerovnost nesplňují. Díky této včasné informaci při používání modelu je možné včas střediska, která nerovnost nesplňují, identifikovat a včas vytvářet a realizovat nápravná opatření směrem k platnosti nerovnosti. Tímto se potvrzuje, že hypotéza (nerovnost) je vhodná i pro finanční model na úrovni středisek.

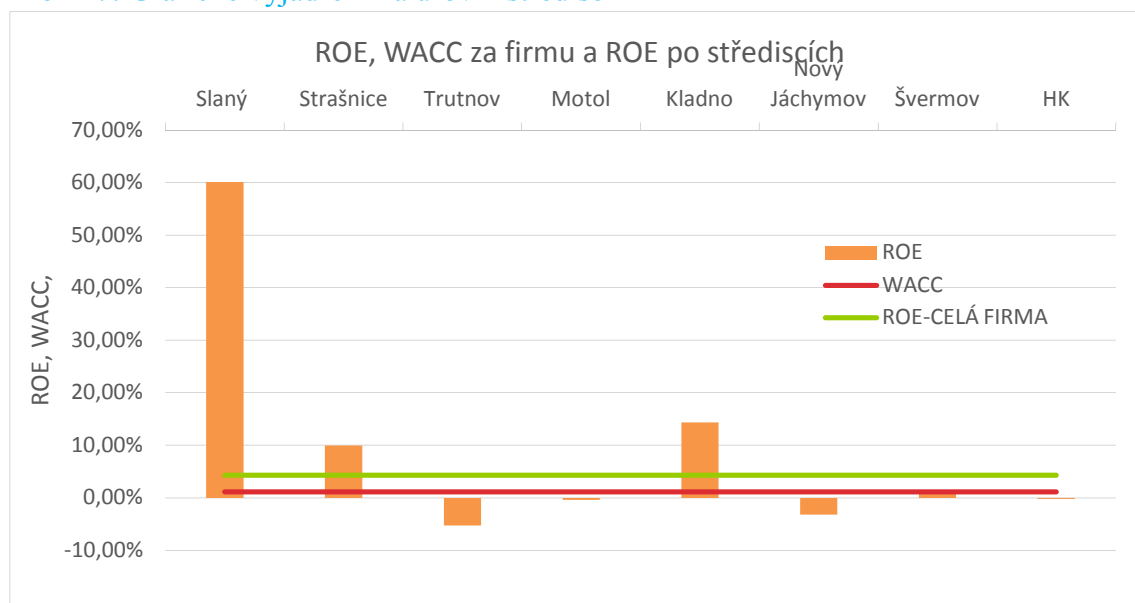
5.3.3.2 WACC – stejné jako pro úroveň podniku

Jak již bylo zmiňováno, v modelu je bráno WACC pro střediska stejné jako pro celý podnik, tj. tento krok je bez dalšího výpočtu.

5.3.3.3 Nerovnost na úrovni STŘEDISEK

Další kroky se zabývají nerovnostmi na úrovni středisek.

Krok 27: Grafické vyjádření na úrovni středisek



Obrázek 3 - Vybrané ukazatele společnosti EN v roce 2015 (varianta bez úprav)
[zdroj: EN., zpracování: vlastní]

Z Obrázku 3 je zřejmé, že některá střediska mají extrémně vysoké ROE (např. středisko Slaný), ale „dožívají“ z podstaty, neboť mají nízkou ZC a stabilní nájmů, leč otázkou je na jak dlouho. Tj. ještě je třeba určit, jak zohlednit dlouhodobost (dosahování ROE dlouhodobě). ROE je vlastně statický ukazatel (vždy pro konkrétní období, rok). Půjnejménšim je třeba sledování středisek doplnit o „expertní odhad“, jak dlouho je možné takové ROE (bez další investice) očekávat. Ve FA chybí faktor času, faktor, který je klíčový pro rozhodování o investicích (a který je v IRR, NPV apod.). Některá střediska mají nižší ROE, je to dáno novou investicí, která sice snižuje ROE, ale zvyšuje šanci na dlouhodobou rentabilitu. Z tohoto důvodu je ve vytvořeném modelu do grafického znázornění přidán ještě jeden ukazatel, a sice míra neodepsanosti (viz dále).

Krok 28: Matice investičního rozhodování (kategorie středisek, doporučující strategie)

Základem pro vytvoření matice jsou ROE a E pro jednotlivá střediska.

Z Tabulky 15 a Obrázku 3 je zřejmé, že ne pro všechna střediska nerovnost platí.

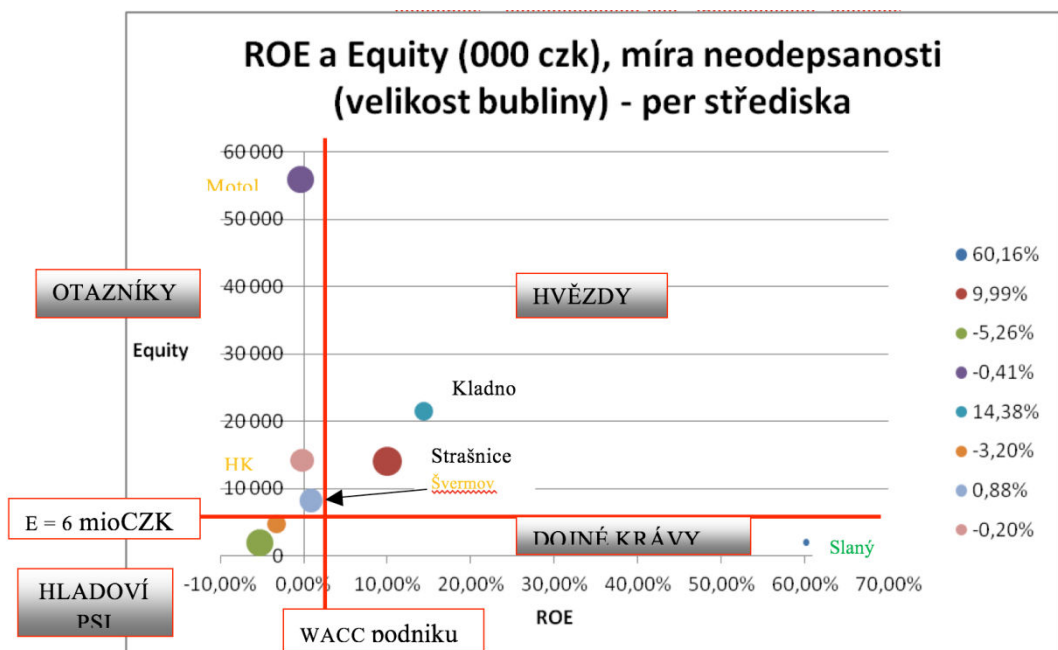
Dále je třeba stanovit hranici pro konkrétní společnost významných investic. V testované společnosti je tato hranice na úrovni 6 mil. CZK, tj. všechna střediska, jejichž E je menší než 6 mil. CZK spadají do spodních kvadrantů. Do grafu na Obrázku 4 jsou vyznačeny kvadranty matice a jednotlivé kvadranty jsou popsány názvy v souladu s Tabulkou 16.

Tabulka 16 - Tabulka ROE a Equity per středisko, neupravená data za rok 2015

Středisko	ROE	Equity (000 CZK)	Míra ne-odepsanosti
Slaný	60,16 %	2 086	4,92 %
Strašnice	9,99 %	14 067	83,90 %
Trutnov	-5,26 %	1 983	80,21 %
Motol	-0,41 %	55 850	73,35 %
Kladno	14,38 %	21 497	34,38 %
Nový Jáchymov	-3,20 %	4 767	35,62 %
Švermov	0,88 %	8 220	56,57 %
HK	-0,20 %	14 213	56,41 %

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Krok č. 29: JE SPLNĚNA NEROVNOST u všech STŘEDISEK?



Obrázek 4 ROE a Equity per středisko, neupravená data za rok 2015
[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

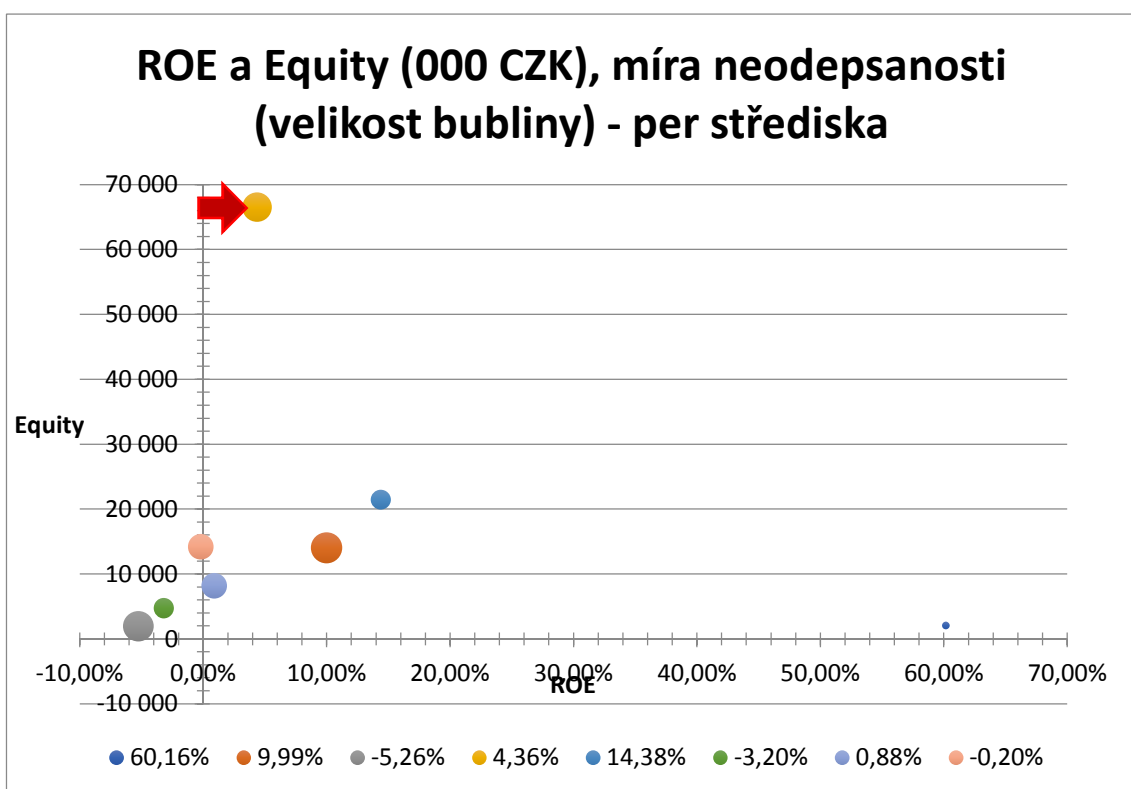
Velikost bubliny v grafu reprezentuje tzv. míru neodepsanosti nemovitých věcí areálu (střediska), tj. platí, že čím menší bublina, tím více odepsáno, například Slaný s nejmenší bublinou je odepsáno z 95 %. V Tabulce 16 a Obrázku 4 je pro výpočet ROE po areálech i za celý podnik použita EQUITY ve výši ZC vloženého majetku k 1. 1. 2014 zvyšovaná o nový majetek (celkový vložený nebankovní kapitál).

Díky úpravě dat v roce 2015 (opravy re-klasifikovány na zhodnocení) je zřejmý pozitivní posun u střediska Motol, viz následující Tabulka 18 a Obrázek 5.

Tabulka 17 -Tabulka ROE a Equity per středisko, upravená data za rok 2015

Středisko/ upravená data 2015	ROE	Equity (000 CZK)	Míra ne-odepsanosti
Slaný	60,16 %	2 086	4,92 %
Strašnice	9,99 %	14 067	83,90 %
Trutnov	-5,26 %	1 983	80,21 %
Motol	4,36 %	66 561	75,30 %
Kladno	14,38 %	21 497	34,38 %
Nový Jáchymov	-3,20 %	4 767	35,62 %
Švermov	0,88 %	8 220	56,57 %
HK	-0,20 %	14 213	56,41 %

[zdroj: EN, zpracování: vlastní]



Obrázek 5 – ROE a Equity per středisko, upravená² data za rok 2015
[zdroj: EN, zpracování: vlastní]

Re-klasifikování způsobilo růst EAT (čistý zisk po zdanění), růst Equity, a i růst ROE (nad úroveň WACC), což je v grafu zvýrazněno červenou šipkou.

V dalším fázi (nad rámec této práce), bude třeba najít a používat grafický nástroj, který do jednoho grafu vloží jak startovací pozici, tak i simulaci změn (pohyby jednotlivých bublin při investici či úpravě s dopočtem vlivu na ROE, absolutní výši Equity a míru neodepsanosti).

Krok 30 - Vyhodnocení na úrovni středisek

Nerovnice platí pro ta střediska, která již vykazují žádoucí ROE (tj. vyšší nebo rovno WACC za celý podnik). Těm střediskům, kde nerovnost zatím není splněna, je třeba věnovat zvýšenou pozornost, aby co nejdříve byla uvedena v život opatření, která povedou směrem ke splnění nerovnosti. V tomto kroku jsou finalizovány komentáře a doporučení pro management doplněné o tabulky a grafické výstupy jak za podnik jako celek, tak z rozpadu do jeho částí, v tomto případě středisek.

Krok 31 - Volba strategie – nápravných opatření

Management či vlastník nyní může na základě materiálu dokončeném v předchozím kroku přistoupit k rozhodování o změnách, schvalování investic, jednání o jednotlivých opatřeních apod. s tím, že hlavním vodítkem bude napravovat ty části, pro které zatím nerovnice není splněna. Výstupy z modelu mohou fungovat jako alarm, který říká, že je třeba něco dělat, změnit strategii (respektive použít strategii dle doporučení v Tabulce 2, kapitoly 4).

² „upravená data“ - tím je míněno, že účetní jednotka se rozhodla re-klasifikovat položky „opravy a údržba“ vedoucí k efektivnějšímu užívání nemovité věci na odpisovaný majetek.

5.3.4 Shrnutí obecně použitelné podstaty modelu

Model je založen na splnění hlavní *podmínky efektivnosti vyjádřené nerovnicí* $ROE \geq WACC$. Tato podmínka platí pro celý podnik i jeho jednotlivé části.

Každé středisko je v modelu určeno souřadnicemi, které tvoří 3 *základní parametry*: ROE v %, Absolutní výše Equity v CZK, Míra neodepsanosti v %. Míra neodepsanosti je v BUBLINOVÉM grafu vyjádřena velikostí bubliny. Dále je možné postupovat až na úroveň jednotlivých nemovitých věcí (rozpad na jednotlivé nemovitosti je nad rámec této práce).

Model umožňuje *porovnávání plánu (PL) se skutečností (SK)*. Model zároveň umožňuje *provádět simulace*, tj. porovnávat aktuální stav s projekcí budoucího, tj. promítnout plánované investice včetně jejich dopadů do základních parametrů (ROE a WACC), čímž model získává i dynamiku.

6 OČEKÁVANÉ PŘÍNOSY

Přínosy práce lze očekávat v několika rovinách:

1. Vytvoření modelu, doporučení pro jeho implementaci a zabývání se tématem této práce rozvíjí obor Managementu stavebnictví. Z rešerše vyplynulo, že finančním řízením společností, jejichž předmět podnikání je správa a rozvoj vlastních nemovitých věcí, se zatím nikdo tímto způsobem nezabýval.
2. Přínos disertační práce lze spatřovat především v následujícím:
 - a. V disertační práci byl vytvořen model, který pomáhá v hledání odpovědi na otázku, jak vysoká by měla být výnosnost vložených prostředků do nemovitých věcí, či jiného majetku společnosti, aby se jednalo o efektivní investici. Model nabízí odpověď, že výnosnost vložených prostředků by měla být vyšší či alespoň rovna váženým průměrným nákladům na kapitál, což je parametr, který si každá společnost může sama vypočítat (tj. není závislá na oborových doporučeních či sektorových analýzách, které nemusí být k dispozici).
 - b. Byla navržena metodika pro implementaci modelu finančního řízení a jeho používání na základě posloupnosti 31 kroků. Jedná se o postup, který může použít libovolná společnost zabývající se správou a rozvojem nemovitých věcí.
 - c. V disertační práci byla vytvořena matice investičního rozhodování přizpůsobením matice BCG. V modelu vytvořená matice zjednodušuje práci s výstupy z modelu. Matice investičního rozhodování pomáhá rychle třídit výsledky za jednotlivá střediska (či jiné části podniku či majetku) dle jejich efektivnosti a nabízí pro ně vhodnou strategii. Matice investičního rozhodování byla pro potřeby modelu vytvořena ve slovní a v grafické podobě.
3. Význam disertační práce pro praktické využití spočívá v tom, že model, metodika i matice investičního rozhodování jsou použitelné pro podniky, které chtějí efektivně rozvíjet svůj nemovitý majetek, což bylo ověřeno na testované společnosti.
4. Obecný model, metodika a matice investičního rozhodování jsou použitelné pro libovolnou investici (i jinou než do nemovitých věcí), s tím, že je třeba definovat, co bude míněno Equitou.

7 ZÁVĚR

Téma finančního řízení podniku, vytvoření vhodného modelu finančního řízení a jeho efektivní implementace, je tématem aktuálním a potřebným, neboť především v době krize (či období změn různého rozsahu a charakteru) bývají tradiční nástroje pro finanční řízení podniků nedostatečné.

Z rešerše vyplývá, že pouze podnik vnitřně dobře organizovaný a připravený pružně reagovat, má šanci dlouhodobě efektivně fungovat, generovat zisk a hodnotu společnosti zvyšovat (či alespoň udržovat). Pomocnou ruku v tomto ohledu může sehrát právě efektivní model finančního řízení, který včasné identifikuje zhoršující se výsledky a napomáhá v hledání efektivních řešení. Zkušenosti z let hospodářského poklesu ukazují, že je třeba se intenzivně zabývat tím, jak efektivně je využíván majetek společnosti a zda ho podnik vůbec potřebuje pro svou klíčovou činnost.

Cílem této práce byl návrh obecného modelu finančního řízení a metodiky pro jeho efektivní implementaci pro oblast malých a středně velkých firem zabývajících se správou a rozvojem nemovitostí. Vzhledem k zaměření se na oblast podnikání s nemovitostmi byl vytvořen model, který propojuje metody finančního řízení a investičního rozhodování. V rámci této práce byl model navržen a následně testován (respektive hypotéza, z které vychází) na konkrétním podniku. Rovněž byla navržena metodika (sled kroků) pro jeho implementaci a následné využívání v praxi. Cílem bylo vytvořit model, který je dobře použitelný pro vrcholový i střední management a zároveň, který propojuje minulost (data z účetnictví) a budoucnost (plán či modelování žádoucího stavu). Na konkrétní společnosti bylo ověřeno, že výstupy z modelu jsou dobře použitelné pro vrcholový i střední management. Testovaný podnik již začal matici investičního rozhodování používat pro efektivní řízení investic do nemovitých věcí.

Testováním na konkrétní společnosti **byla potvrzena hypotéza**, která zní:

Model založený na komparaci finančních ukazatelů s váženými průměrnými náklady kapitálu investora je vhodným nástrojem posouzení efektivnosti investic nemovitých věcí.

Konkrétně byla hypotéza potvrzena pro komparaci ukazatele ROE a WACC na úrovni podniku jako celku i na úrovni jeho středisek (suma středisek se rovná podniku), tj. **bylo ověřeno, že model založený na podmínce $ROE \geq WACC$ je efektivním nástrojem pro finanční řízení společnosti zabývajících se správou a rozvojem nemovitých věcí.**

H1: *Model vychází z hlavní Hypotézy, že pokud je splněna nerovnost $ROE \geq WACC$, pak podnik spravující a rozvíjející nemovité věci či jeho část (středisko, zakázka, nemovitá věc) jsou efektivní.*

Hypotéza H1 byla v kapitole 5 ověřena na úrovni podniku i středisek.

H2: *Je hlavní hypotéza H1 vyjádřená nerovnicí $ROE \geq WACC$ splněna při $Re = Rd$? (V testované společnosti je Rd (průměrná cena cizího kapitálu) = 3,5 %, cena cizího zpoplatněného kapitálu je 5 %.)*

Hypotéza H2 na úrovni podniku byla v kapitole 5 ověřena.

H3: *Je hlavní hypotéza H1 splněna při změně ceny peněz na mezibankovním trhu? Tj. zda nerovnice platí, když cena peněz na mezibankovním trhu:*

- *Bliží se technické nule (aktuální situace od roku 2015)*

- *Je menší než nula (záporné úrokové míry, které aktuálně některé centrální banky již aplikují)*
- *Je mírně větší než nula (až do roku 2015 standardní prostředí)*
- *Je výrazně vyšší než nula.*

Hypotéza H3 na úrovni podniku byla v kapitole 5 ověřena.

Na závěr je možné konstatovat, že cíle disertační práce byly naplněny, neboť byl navržen obecný model finančního řízení a byla vytvořena metodika (posloupnost kroků) pro jeho implementaci. V disertační práci byl vytvořen obecný model, který je založený na komparaci finančních ukazatelů s váženými průměrnými náklady kapitálu investora. V případové studii bylo ověřeno, že navržený model je vhodným nástrojem posouzení efektivnosti investic do nemovitých věcí.

8 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] STRNADOVÁ, M, Odborný článek *Identifikace faktorů ovlivňujících výkonnost podniku na bázi ROE v období 2003–2012*, Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Trendy ekonomiky a managementu. 2013, VII, č. 17, s. 169-178. ISSN 1802-8527.
- [2] HERALOVÁ O., VÍTKOVÁ E., *Model finančního řízení podniku*, příspěvek na 16. odbornou konferenci doktorského studia JUNIORSTAV 2014, Vysoké učení technické v Brně 2014, ISBN: 978-80-214-4851-3.
- [3] ŘEŽŇÁKOVÁ, M., *Efektivní financování rozvoje podnikání*, Praha, Grada, 2012, ISBN: 978-80-247-1835-4
- [4] VOSOBA Pavel & kolektiv, *Změna finančního myšlení*. ORBIS. 1995. 120s, ISBN 80-235-0059-7
- [5] KISLINGEOVÁ E., *Krize jako podnět zahájení ozdravných procesů v průmyslových podnicích*, Journal of Competitiveness, Vol 2011, Iss 1, Pp 49-54 (2011) [Recenzovaný časopis]
- [6] ZELENÝ, M., *Finanční krize a soustava řízení Baťa: Makro- a mikro- reakce na krizové prostředí*, Journal of Competitiveness, Vol 2009, Iss 1, Pp 3-13 (2009) [Recenzovaný časopis]
- [7] MIKAN, P., *Labor Productivity of Czech Firms and the Impact of the Crisis on Its Development, Produktivita práce českých podniků a vliv krize na její vývoj*, Český finanční a účetní časopis, 2013
- [8] REMEŠ, D., *Řízení výkonnosti podniku v době krize*, Journal of Competitiveness, Vol 2009, Iss 1, Pp 56-65 (2009)
- [9] MAKOVEC, M., *Financial Crisis on Czech Real Estate Market, Finanční krize na českém realitním trhu*, Český finanční a účetní časopis, 2013
- [10] ANTONOVÁ, B., ZAPLETALOVÁ, Š., *THE ECONOMIC CRISIS AND COMPANY MANAGEMENT: INFLUENCES AND CONSEQUENCES*, E+M Ekonomie a Management, 2014, Issue 1, pp.4-18
- [11] BARTOŠ, V., *Strategické aliance a výkonnost podniku v Jihomoravském kraji v průběhu finanční krize*, Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Trendy ekonomiky a managementu. 2013, VII, č. 17, s. 9-16. ISSN 1802-8527
- [12] HORNUNGOVÁ, J., *Vliv finanční krize na malé a střední podniky v České republice*, Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Trendy ekonomiky a managementu. 2011, IV, č. 7, s. 11-17. ISSN 1802-8527
- [13] *České stavebnictví čeká jeden z největších propadů v EU*, 24.6.2013, prognóza Euroconstruct, zdroj: ČT24, ČTK
- [14] *Kvartální analýza českého stavebnictví Q2/2015* (Investoři-Projektanti-Stavební firmy) zpracovaná společností CEEE Research ve spolupráci se společností SGCP, divize Weber
- [15] HERALOVÁ, O., *Vliv odštěpení nemovitého majetku společnosti na finanční zdraví původní společnosti, kapitola v Monografii: Nové aspekty stavební ekonomiky 3*, ČVUT v Praze, 2014, ISBN: 978-80-01-05640-0.
- [16] *Stavebnictví v číslech* apod., webovské stránky Svazu podnikatelů ve stavebnictví v ČR, dostupné na: http://www.sps.cz/RDS/_deail_new.asp?id=3767&type=dai
- [17] *Finanční analýza podnikové sféry za 1. pololetí 2015*, MPO, sekce průmyslu, Odbor ekonomických analýz, březen 2016

- [18] PETTENGILL, G. N., & LANDER, D. M. (2015). *Response of the cost of equity to leverage an alternative perspective*, Journal of Business Strategies, 32(2), 110-138. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/1821083798?accountid=17115>
- [19] CHAWLA, G. K. (2014), *Estimating cost of capital in today's economic environment*, Journal of Business and Behaviour Sciences, 26(3), 102-111. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/1644486826?accountid=17115>
- [20] SWANSON, Z., & VIINANEN, V. (2011). *Does the weighted cost of capital associate with returns on operation and financial assets with investor anticipatin or reaction? And do operating and financial assets have synergy ?*, 2010, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 15(3), 1-16. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/886544946?accountid=17115>
- [21] LIAPIS, K. J., CHRISTOFAKIS, M. S., & PAPACHARALAMPOUS, H. G. (2011), *A new evaluation procedure in real estate projects*, Journal of Property Investment & Finance, 29(3), 280-296. dostupné na: <http://dx.doi.org/10.1108/14635781111138091>
- [22] *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA*, webovské stránky Ministerstva průmyslu a obchodu, dostupné na <http://www.mpo.cz/cz/infa.html>,
- [23] ŽÁČEK, V., *Management podniku*, Vydavatelství ČVUT v Praze, 2009
- [24] Zákon o účetnictví č.563/1991 Sb. v aktuálním znění
- [25] Zákon č. 89/2012 Sb. v aktuálním znění, občanský zákoník
- [26] ČSN EN 15 221-1, Facility management – termíny a definice, 2014
- [27] HORVÁTH & PARTNERS, *Nová koncepce controllingu*, PROFESS CONSULTING, 2004, 288 s., ISBN: 80-7259-002-2
- [28] KRÁL, B., *Manažerské účetnictví*, MANAGEMENT PRESS, 2010, 660 s., ISBN: 978-80-7261-217-8
- [29] VALACH, J. a kol., *Finanční řízení podniku*, EKOPRESS,2004, 320 s., ISBN: 80-86119-21-1
- [30] SCHOLLEOVÁ, H., *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*, GRADA, 2012, 267 s., ISBN: 978-80-247-4004-1
- [31] Zákon č.125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev, ve znění pozdějších předpisů
- [32] sbírky listin Obchodního rejstříku, webovské stránky Ministerstva spravedlnosti, dostupné na: <http://www.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>.
- [33] GITMAN, Lawrence J. (1997): *Principles of managerial finance*. Addison Wesley. 1997.900s, ISBN 0-673-98062-6
- [34] GOLDRATT, Eliyahu M., *Kritický řetězec*, Vydavatelství InterQuality. 1999. 199s. ISBN 80-902770-0-4.
- [35] GOLDRATT, Eliyahu M, COX, Jef, *Cíl*, Vydavatelství InterQuality. 2001. 333s. ISBN 80-902770-2-0.
- [36] KORYTÁROVÁ, J., *Management investičních projektů*, 2013, Litera Brno, ISBN: 978-80-903586-0-7
- [37] SYNEK, M. (2007), *Manažerská ekonomika*, Praha, Grada, ISBN: 978-80-247-1992-4
- [38] TICHÁ, A (2013), *Inovační management*, Brno, Litera, ISBN: 80-903586-1-4
- [39] PUCHÝŘ, B (2013), *Krizový management*, Brno, Litera, ISBN: 80-903586-8-3
- [40] MARKOVÁ, L. *Projektový management (učební materiál pro doktorský studijní program Stavební Inženýrství*, Litera Brno 2013, ISBN: 80-903586-0-1

9 Autorovo CV

Ing. Olga Heralová, MBA

Vzdělání:

- 2013 – nyní VUT v Brně, Fakulta stavební, obor Management stavebnictví,
doktorské studium, kombinovaná forma
- 2014 – 2015 IES London, MBA – Business Management
- 1991 – 1996 ČVUT v Praze, Fakulta stavební, obor Ekonomika a řízení

Praxe:

07/2014 – současnost

Pracovní pozice: Finanční ředitelka

Zaměstnavatel: Energie – nemovitostní a.s.

07/2013 – 07/2014

Pracovní pozice: Vedoucí odboru strategie a řízení

Zaměstnavatel: Energie – stavební a báňská a.s.

04/2011 – 06/2013

Pracovní pozice: Finanční ředitelka

Zaměstnavatel: Property & Invest

05/2001 – 03/2011

Pracovní pozice: Finanční ředitelka

Zaměstnavatel: TBWA\Praha

11/99 - 04/01

Pracovní pozice: Finanční ředitelka

Zaměstnavatel: European Marketing Centre

5/99 - 10/99

Pracovní pozice: Finanční projektový manažer

Zaměstnavatel: Passerinvest Group – Real Estate Holding

3/97 - 4/99

Pracovní pozice: Ekonomický náměstek

Zaměstnavatel: ECON stavební a.s.

9/96 – 6/97

Zaměstnavatel: ČVUT v Praze, Fakulta stavební, obor – Ekonomika a řízení

Pracovní pozice: Odborný asistent

Odborné a publikační aktivity:

- Od 09/2015 **pedagogická činnost na VŠ - Odborný asistent** na ČVUT v Praze, Fakulta strojní, Ústav ekonomiky a řízení, přednášky a odborné semináře v předmětech: Controllingové řízení podniku, Management a ekonomika, Bankovníctví, Podnikatelství
- Posledních 5 let – **lektorování** komerčních kurzů především na téma Finanční řízení

PUBLIKAČNÍ ČINNOST

Autor	Název	V rámci	Vyd. kód	Vydavatel	Místo	Vydáno	St.	Podíl
doc. Ing. Renáta Sch. Heralová a kol.	Vliv změn úrokových sazeb na ROĚ podniku	kapitola v monografii Nové aspekty stavební ekonomiky a inženýringu	978-80-01-06067-4	ČVUT	Praha	2016	103	6
Ing. Olga Heralová	ROE under the influence of changing interest rate	sborník z konference: Construction Maeconomics Conference 2016	978-80-01-06068-1	ČVUT	Praha	2016	6	100
doc. Ing. Renáta Sch. Heralová a kol.	Finanční zdraví stavební společnosti rok po odštěpení části jejího majetku	kapitola v monografii Nové aspekty stavební ekonomiky 4	978-80-01-05870-1	ČVUT	Praha	2015	110	6
Ing. Olga Heralová	Financial Health of Original Company Year After Splitting Real Estate Property from Construction Company	sborník z konference: Construction Maeconomics Conference 2015	978-80-01-05845-9	ČVUT	Praha	2015	6	100
Ing. Olga Heralová, Ing. Eva Vítková, Ph.D.	Pozitivní přínosy procesních inovací ve stavební společnosti	odborná konference doktorského studia Juniorstav 2015	978-80-214-5091-2	ČVUT	Brno	2015	8	95
doc. Ing. Renáta Sch. Heralová a kol.	Ekonomické dopady odštěpení nemovitého majetku	kapitola v monografii: Nové aspekty stavební ekonomiky 3	978-80-01-05640-0	ČVUT	Praha	2014	9	100
Ing. Olga Heralová	Strategie procesních inovací - zvažování nasazení DMS	recenzovaný sborník mezinárodní konference „Konkurenceschopnost ekonomiky – problémy a faktory jejího zvyšování“	978-80-86847-76-4	VŠ miep	Praha	2014	11	100
Ing. Olga Heralová, doc. Ing. Renáta Sch. Heralová a kol.	Professional Knowledge Update and Upgrade	sborník příspěvků, 5.ročník studentské vědecké konference „Construction Maeconomic Conference 2014“	978-80-01-05641-7	ČVUT	Praha	2014	4	80
Ing. Olga Heralová	Splitting Real Estate Property From Construction Company And Its Influence On Financial Condition Of Original Company	sborník příspěvků, 5.ročník studentské vědecké konference „Construction Maeconomic Conference 2014“	978-80-01-05641-7	ČVUT	Praha	2014	8	100
Ing. Olga Heralová, Ing. Eva Vítková, Ph.D.	Model finančního řízení podniku	JUNIORSTAV 2014, 16. odborná konference doktorského studia	978-80-214-4851-3	VUT	Brno	2014	6	95

Autor	Název	V rámci	Vyd. kód	Vydavatel	Místo	Vydáno	St.	Podíl
doc. Ing. Renáta Sch. Heralová a kol.	Model finančního řízení podniku	kapitola v monografii: Nové aspekty stavební ekonomiky 2	978-80-01-05422-2	ČVUT	Praha	2013	105	5
Ing. Olga Heralová	Model finančního řízení podniku	Sborník příspěvků ze studentské vědecké konference Management a ekonomika stavebnictví	978-80-01-05357-7	ČVUT	Praha	2013	100	5

PEDAGOGICKÁ ČINNOST

Od 09/2015 **pedagogická činnost na VŠ - Odborný asistent** na ČVUT v Praze, Fakulta strojní, Ústav ekonomiky a řízení, přednášky a odborné semináře v předmětech: Controllingové řízení podniku, Management a ekonomika, Bankovníctví, Podnikatelství.

10 ABSTRAKT

ABSTRAKT

Cílem práce je navrhnout obecný model finančního řízení pro společnosti zabývající se správou a rozvojem nemovitostí. Navrhovaný model využívá nástrojů finanční analýzy a investičního rozhodování. Model je vytvořen na základě hlavní hypotézy, která říká, že rentabilita vloženého kapitálu by měla být větší nebo rovna průměrným váženým nákladům na kapitál. V modelu je hypotéza používána pro efektivní finanční řízení nejen na úrovni podniku, ale i jeho částí (konkrétně středisek). Navrhovaný model je rozpracován do 31 kroků, na jejichž základě je ho možné v libovolné společnosti implementovat a používat. Navrhovaný model (včetně hypotézy, z které vychází) je následně ověřován na případové studii.

KLÍČOVÁ SLOVA

Finanční řízení, Rentabilita vloženého kapitálu, Vážené průměrné náklady na kapitál, Model finančního řízení, Správa a rozvoj nemovitých věcí.

ABSTRACT

The aim of this dissertation is to design finance management model and then to test it in real company operated in field of facility management (property and asset management in the field of real estate's). Designed model works with instruments of financial analysis and investment management. Key hypothesis of the model tells that return on equity should be higher or equal in comparison to weighted average cost of capital. This hypothesis is used not only for effective financial management of the company but also for its smaller units (business centres). Part of the dissertation is definition how to implement and use the model (31 steps for the implementation). Designed model (and hypothesis as well) is verified on the case study.

KEYWORDS

Financial management, Return on Equity, Weighted Average Cost of Capital, Financial management model, Real estate property management.