Ekonomická fakulta
Faculty of Economics
Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
University of South Bohemia in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra účetnictví a financí

Bakalářská práce

Hodnocení efektivnosti investičního projektu

Vypracoval: Bednářová Monika
Vedoucí práce: Ing. Radek Zdeněk, PhD.

České Budějovice 2014

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
Fakulta ekonomická
Akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení:	Monika BEDNÁŘOVÁ
Osobní číslo:	E11029
Studijní program:	B6208 Ekonomika a management
Studijní obor:	Účetnictví a finanční řízení podniku
Název tématu:	Hodnocení efektivnosti investičního projektu
Zadávající katedra:	Katedra účetnictví a financí

Zásady pro vypracování:

Cíl:
Cílem práce je vyhodnotit efektivnost investičního projektu a jeho dopady na finanční situaci podniku.

Rámcová osnova:
1. Investiční rozhodování, předinvestiční příprava, základní metody hodnocení efektivnosti investičního projektu.
2. Charakteristika způsobů pořízení dlouhodobého majetku.
3. Návrh metodiky hodnocení efektivnosti investic.
4. Charakteristika podniku a investičního projektu.
5. Analýza efektivnosti investičního projektu.
6. Vyhodnocení výsledků a navržené metodiky.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: 40 - 50 stran

Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

BREALEY, R., MYERS, S.C. Teorie a praxe firemních financí. Brno: Computer Press, 2000. ISBN 80-7226-189-4.
FOTR, J. Podnikatelský plán a investiční rozhodování. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-0939-2.
GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-26-2.
HAIM, L., SARNAT, M. Kapitálové investice a finanční rozhodování. Praha: Grada, 1999. ISBN 80-7169-504-1.
MAREK, P. Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.
MAREŠ, S. Zdroje financování podniku. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2008. ISBN 978-80-7408-007-4.
SCHOLLEOVÁ, H. Investiční controlling. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2952-7.
VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Radek Zdeněk, Ph.D.
Katedra účetnictví a financí

Datum zadání bakalářské práce: 1. března 2013

Termín odevzdání bakalářské práce: 15. dubna 2014

doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (1)
370 05 České Budějovice

doc. Ing. Milan Jílek, Ph.D.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 1. března 2013

Prohlášení

Prohlašuji, že svoji bakalářskou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své bakalářské práce, a to v nezkrácené podobě elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích dne 28. 4. 2014

_____

Bednářová Monika

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat mému vedoucímu práce Ing. Radku Zdeňkovi, PhD. za odborné vedení, cenné rady a vstřícnost při konzultacích. Dále bych také chtěla poděkovat ekonomickému úseku Bertiných lázní s. r. o. za ochotu a spolupráci. Poslední díky patří mému okolí za trpělivost a podporu.

Obsah

1 ÚVOD 3

2 INVESTIČNÍ ČINNOST PODNIKU 4

2.1 Investice 4
2.1.1 Makroekonomické a mikroekonomické hledisko 4
2.1.2 Druhy investic 4

2.2 Investiční rozhodování 5
2.2.1 Investiční projekty 6

3 HODNOCENÍ EFEKTIVNOSTI INVESTIČNÍHO PROJEKTU 8

3.1 Časová hodnota peněz 8

4 EKONOMICKÉ HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ 10

4.1 Peněžní toky z investice 10
4.1.1 Kapitálové výdaje 10
4.1.2 Peněžní příjmy 11

4.2 Základní ekonomické metody hodnocení 11
4.2.1 Nákladová kritéria 12
4.2.2 Zisková kritéria 13
4.2.3 Peněžní kritéria 15

5 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ 19

5.1 Požadovaná výnosnost 19

5.2 Daně 20

5.3 Inflace 21

6 POŘÍZENÍ DLOUHODOBÉHO MAJETKU 22

6.1 Způsoby pořízení dlouhodobého majetku 22

6.2 Financování dlouhodobého majetku 22

6.3 Vlastní zdroje financování 23

6.4 Cizí zdroje financování 27

7 DLOUHODOBÝ FINANČNÍ PLÁN 29

8 METODIKA 30

9 PRAKTICKÁ ČÁST 34

9.1 Charakteristika vybraného podniku 34

9.2 Představení investičního projektu 34

9.3 Ekonomické hodnocení efektivnosti investice 36
9.3.1 Varianta bez dotace 38
9.3.2 Varianta s dotací 44

9.4 Porovnání výsledků variant 48

9.5 Hodnocení dopadů investice na finanční situaci podniku 49

10 ZÁVĚR 53

SUMMARY 55

SEZNAM LITERATURY 56

Seznam tabulek a obrázků

Seznam příloh

Přílohy

1 ÚVOD

Rozhodování o investicích představuje pro podnik velice důležitou úlohu. Velký důraz je zde kladen z mnoha důvodů. Jestliže podnik uskuteční neoptimální investici, může jejím vlivem dojít ke snížení zisku, prosperity či v nejhorších případech k zániku společnosti. Naproti tomu optimální investice povede ke zvýšení tržní hodnoty podniku a zisku, což patří mezi hlavní podnikové cíle.

Základním prvkem investičního rozhodování je vhodně zvolená investiční strategie. Dále je též nutné vhodně analyzovat daný investiční projekt, aby výsledky dané analýzy nepřinášely zkreslené informace. Pro správné výsledky je důležité dbát na kvalitu vstupních údajů, ale pro převážně dlouhodobý charakter investic, je to činnost obtížná.

V posledních letech se Česká republika nachází v hospodářské krizi, z čehož vyplývá nutnost podniku dbát na pečlivé zkoumání, hodnocení a výběr správné investice, která přinese podniku zejména přínosy.

Tato bakalářská práce je rozdělena do dvou hlavních částí. Teoretická část se zabývá vysvětlením pojmu investice, přípravnou částí investičních projektů a v neposlední řadě jsou zde také popsány jednotlivé metody, které budou použity k hodnocení efektivnosti investičního projektu. Cílem praktické části je vyhodnotit daný investiční projekt z hlediska jeho efektivnosti a zhodnocení dopadů na finanční situaci podniku. Nejprve bude představen podnik a investiční projekt týkající se rozšíření lázeňské infrastruktury. Projekt bude rozdělen do dvou investičních variant, které budou hodnoceny pomocí metod, které jsou vysvětleny v teoretické části. V praktické části bude dále také zhodnocen dopad investice na finanční situaci podniku. Bude vytvořen dlouhodobý finanční plán na dobu 5 let. Pro každý rok se vypočtou vybrané ukazatele finanční analýzy, které budou následně porovnány a vyhodnoceny. V závěru dojde k celkovému shrnutí získaných výsledků a doporučení k přijetí či nepřijetí projektu k realizaci.

2 Investiční činnost podniku

2.1 Investice

Pojem investice má v odborné literatuře mnoho definic, jednou z nich je, že investici můžeme chápat jako odloženou spotřebu.

„Investice se ve svém nejširším pojetí v ekonomické teorii často charakterizují jako ekonomická činnost, při níž se subjekt (stát, podnik, jednotlivec) vzdává své současné spotřeby s cílem zvýšení produkce statků v budoucnosti." (Valach, 2010, s. 18)

Podle Synka (2006, s. 246) pod pojmem investice chápeme takovou činnost podniku, při které dochází k *„vynakládání zdrojů za účelem získání užitků, které jsou očekávány v delším budoucím časovém období."*

Kislingerová (2007) definuje podnikové investice jako jednorázově vynaložené zdroje, z kterých budou plynout peněžní příjmy v průběhu delšího časového období.

2.1.1 Makroekonomické a mikroekonomické hledisko

Na investice můžeme nahlížet z pohledu makroekonomického a mikroekonomického. Makroekonomickému pohledu na investice odpovídá definice podle Valacha, jež je uvedena výše. Investice se zde rozlišují na hrubé a čisté investice. Hrubé investice jsou přírůstky investičních statků za určitý časový úsek. Čistými investicemi jsou investice hrubé snížené o znehodnocení kapitálu neboli amortizaci investičních statků. Mikroekonomické hledisko je samozřejmě odlišné od toho makroekonomického. V tomto případě jsou investice charakterizovány jako větší peněžní výdaje, u kterých je očekávána jejich přeměna na budoucí peněžní příjmy během delšího časového období. Patří sem např. investice na obnovu nebo rozšíření dlouhodobého hmotného majetku, investice na reklamní kampaň, investice na výzkum a vývoj atd. (Valach, 2010).

2.1.2 Druhy investic

Investice se v odborné literatuře člení z mnoha hledisek, to úplně základní členění rozlišuje investice z hlediska účetního na:

a) **hmotné**, které slouží k tvorbě nového majetku podniku, jeho modernizaci, či rozšíření

b) **nehmotné** představující výdaje na výzkum a rozvoj, pořízení know how, software,…
c) **finanční**, kdy podnik obchoduje s cennými papíry, dále se sem zahrnují půjčky jiným společnostem, dlouhodobé půjčky (Synek, 2006).

Investice dále členíme podle vztahu k rozvoji podniku na investice rozvojové, obnovovací a mandatorní (takové investice, které splňují požadavky dané zákony, předpisy atd.) (Fotr & Souček, 2005).

2.2 Investiční rozhodování

Investiční rozhodování patří do dlouhodobého finančního managementu. Může se též nazývat kapitálovým plánováním, kde se rozhoduje o konkrétní investici, zda ji přijmout či nikoli. Špatné rozhodnutí může negativně ovlivnit vývoj firmy na mnoho let dopředu, v některých případech může dojít až k samotnému zániku firmy a proto se investiční rozhodování řadí mezi významná rozhodnutí podniku. Nejdříve je zapotřebí stanovit si dlouhodobé cíle, kterých chce podnik v budoucnu dosáhnout, prostřednictvím podnikové strategie. Mezi důležité dílčí části cílů patří finanční cíle, mezi které se řadí například maximalizace zisku, návratnost vynaloženého kapitálu, ale především maximalizace hodnoty firmy (Fotr &Souček, 2005).

Investice pro podnik znamenají rozhodování v delším časovém úseku, což sebou nese problém odchýlení od původních představ ohledně příjmů a výdajů a tudíž má vliv na provozní výsledek hospodaření. Právě proto podnik sestavuje kapitálové rozpočty, přičemž **v dlouhodobém rozpočtu** nastíní, jak by měly vypadat jednotlivé investice především do dlouhodobého majetku respektive také do nehmotného a finančního majetku. Další částí, kterou se tento rozpočet zabývá, jsou zdroje financování pořízení majetku, kdy manažer pracuje s více variantami a postupně je zdokonaluje a aktualizuje. **Krátkodobý kapitálový rozpočet** obsahuje podrobnější informace o projektech, o plánových výdajích, efektivnosti a zdrojů financování.

Dále by investiční rozhodování mělo klást důraz na časovou hodnotu peněz, rizika vyplývající z investice a umět se přizpůsobit různým změnám na trhu. Proces rozhodování zahrnuje následující etapy:

- vymezení dlouhodobých cílů a investiční strategie firmy,
- vyhledávání nových projektů a předinvestiční příprava,
- vytvoření kapitálových rozpočtů,

- ocenění účinnosti projektů z různých hledisek,
- volba pro firmu nejlepší varianty,
- kontrola výdajů a realizace (Valach, 2010).

2.2.1 Investiční projekty

Valach (2010) definuje investiční projekty jako soubor technických a ekonomických studií, které slouží k přípravě, realizaci, financování a efektivnímu posuzování navrhované investice.

Tyto investiční projekty se v odborné literatuře opět třídí z mnoha různých hledisek. Například Fotr (2005) člení projekty z hlediska míry závislosti projektů na projekty vzájemně se vylučující (nelze uskutečnit dané projekty najednou), plně závislé projekty (pro splnění účelu je třeba projekty uskutečnit společně), komplementární projekty (existuje zde návaznost projektů), ekonomicky závislé projekty a statisticky závislé projekty.

Kislingerová (2007) dále člení projekty z hlediska charakteru peněžních toků na projekty s konvenčním peněžním tokem, což jsou takové projekty, kdy se na počátku vynaloží kapitálové výdaje a poté z investice plynou pouze kapitálové příjmy. Opakem jsou nekonvenční peněžní toky, kde se střídají kapitálové příjmy s kapitálovými výdaji víckrát. Podle vztahu k rozvoji podniku se investiční projekty dělí na rozvojové, obnovovací a regulatorní. Rozvojové slouží k rozšíření činnosti podniku a zvýšení výrobní kapacity. Obnovovací investice nezvyšují výrobní kapacitu, ale slouží k náhradě zastaralého zařízení. Regulatorní vznikají z důvodu přizpůsobení se aktuálním normám, např. bezpečnost práce, ochrana životního prostředí.

Samotná příprava a realizace projektů zahrnuje následující čtyři fáze:

- předinvestiční,
- investiční,
- provozní,
- ukončení provozu a likvidace

Každý projekt nehledě na to, zda jde o náhradu opotřebovaného zařízení nebo má sloužit k lepší konkurenceschopnosti, je rozdělen do výše uvedených čtyř fází, ale nejdůležitější z nich je právě fáze předinvestiční (Valach, 2010).

2.2.1.1 Předinvestiční příprava

Správně zhotovená předinvestiční příprava je základem úspěchu projektu. Tato příprava zahrnuje propojení ekonomických a technických činností. Mezi ně patří marketing, hodnocení rizik, finanční analýza a další (Polách et al., 2012). Podnik se snaží předvídat události a sleduje své příležitosti, které následně analyzuje, dále je zpřesňuje z různých hledisek a v poslední řadě rozhoduje o jejich realizovatelnosti.

Celý proces předinvestiční přípravy je rozdělen do tří etap. **První etapou** je, jak již bylo zmíněno, že podnik sleduje své okolí a příležitosti na domácím a zahraničním trhu, jako je například poptávka zákazníků po nějakém výrobku či službě, dále inovace strojů, technologie aj. Na závěr se uskutečňuje předběžný výběr příležitostí, kdy je třeba se zamyslet, zda je daná příležitost něčím zajímavá a především uskutečnitelná. Tato etapa nesmí obsahovat podrobné informace, ale pouze základní (Valach, 2010).

Druhá etapa spočívá ve vypracování předběžné technicko-ekonomické studie, kterou si podnik vypracovává u velkých a finančně náročných projektů. Poskytuje podrobnější informace, podle kterých už je možno rozhodnout o zastavení projektu či přistoupení k poslední etapě přendinvestiční přípravy (Fotr &Souček, 2005).

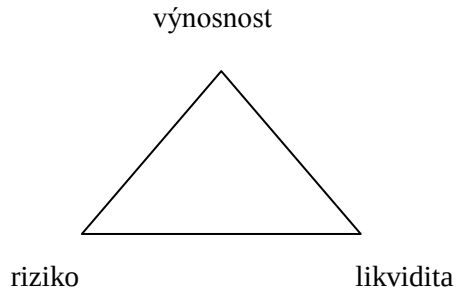
Ve **třetí etapě** se v návaznosti na vypracovanou předběžnou technicko-ekonomickou studii vypracuje poslední část a tou je prováděcí studie, která může být také nazývána jako technicko-ekonomická studie. Obsahuje všechny technické, obchodní, finanční a jiné detaily, potřebné pro vyhodnocení projektu. Konečná forma této studie je zaznamenána ve výsledné hodnotící zprávě, která se předkládá například různým finančním institucím kvůli financování (Kislingerová, 2007).

3 Hodnocení efektivnosti investičního projektu

Hodnocení projektů směřuje k dvěma důležitým rozhodnutím. Prvním je investiční rozhodnutí, které prezentuje, do čeho bude firma přesně investovat. Aby bylo projekt možné uskutečnit, je zapotřebí finančních prostředků, tedy jakým způsobem bude daný projekt financovaný – finanční rozhodnutí. Společným znakem těchto rozhodnutí je peněžní tok z projektu a to za celou dobu jeho trvání (Fotr &Souček, 2005).

Jelikož je investice kapitálovým výdajem, je třeba zajistit její návratnost, to znamená, aby se prostředky vynaložené na investici v určitém čase vrátily. K hodnocení návratnosti těchto prostředků jsou k dispozici **finanční kritéria** hodnocení efektivnosti investičních projektů a patří sem výnosnost, riziko a likvidita. Tyto tři faktory a jejich vztahy jsou zachyceny v „investorském trojúhelníku". Aby bylo možné dosáhnout jednoho z faktorů, je třeba se zříci zbylých vrcholů. Běžným stavem je akceptace většího rizika a poklesu likvidity za účelem získání maximálního výnosu (Máče, 2006).

Obrázek 1: Investorský trojúhelník



Zdroj: Máče, 2006

Výnosnost, riziko a likvidita jsou navzájem odlišná hlediska hodnocení, proto je ve skutečnosti těžké podle nich vybírat z různých variant.

3.1 Časová hodnota peněz

Důležitou roli v hodnocení projektů má i časová hodnota peněz. Hodnota peněz získaných v budoucnosti se nerovná dnešní hodnotě. Proto je důležité, aby si investor uvědomil, co je pro něj výhodnější. Zda dnes investovat například 100 tis. Kč a příští rok obdržet 150 tis. Kč. Je třeba převést 150 tis. Kč na současnou hodnotu a to pomocí diskontního faktoru, kde i představuje výnosovou míru (Brealey, 2002).

$$Diskontní\ faktor = \frac{1}{(1+i)^n} \quad (1)$$

Šulista, Nýdl & Moore (2008) ve své publikaci uvádí, že budoucí hodnota peněz vyjadřuje, kolik peněžních prostředků podnik získá, když dnes uloží nějakou konkrétní částku. Lze vypočítat následovně:

$$FV = PV\ (1+i)^n \quad (2)$$

kde: FV budoucí hodnota peněz,
PV současná hodnota peněz,
i výnosová míra,
n počet let.

Při ukládání pravidelných plateb (anuit) lze budoucí hodnotu zjistit pomocí střadatele, který vyjadřuje výnos k určitému budoucímu časovému okamžiku:

$$FV = A \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i} \quad (3)$$

kde: A pravidelná platba (anuita).

Pokud je známa částka, kterou je potřeba v budoucnu získat pomocí pravidelného ukládání, pak výši této pravidelné platby získáme pomocí fondovatele:

$$A = FV \cdot \frac{i}{(1+i)^n - 1} \quad (4)$$

Pomocí zásobitele je možné určit částku, kterou je třeba dnes uložit, aby bylo možné po určitou dobu inkasovat pravidelnou platbu při určité míře výnosu:

$$PV = A \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \quad (5)$$

Jestliže chce podnik znát výši pravidelných splátek z půjčky, včetně úroků, využije umořovatele:

$$\mathrm{A} = \mathrm{PV} \cdot \frac{\mathrm{i}}{1 - (1+\mathrm{i})^{-\mathrm{n}}} \quad (6)$$

4 Ekonomické hodnocení investičních projektů

4.1 Peněžní toky z investice

Pro hodnocení ekonomické efektivnosti investičních projektů je důležité určit budoucí peněžní toky z investice, především z investiční a provozní činnosti, které jsou k výpočtům nezbytné. Peněžní toky představují příjmy a výdaje, které plynou z projektu během jeho projektu.

4.1.1 Kapitálové výdaje

Mezi investiční neboli kapitálové výdaje se řadí všechny výdaje vynaložené na pořízení dlouhodobého majetku. Patří sem například výdaje na nákup pozemků, pořízení strojů, veškerého zařízení, zpracování technicko-ekonomické studie atd. Nejvíce se kapitálové výdaje vyskytují na samém začátku investování a to v období přípravy a realizace projektu. Dále se také mohou vyskytovat během provozu investice a to v podobě obnovovacích kapitálových výdajů. Pokud s realizací projektu souvisí prodej či likvidace stávajícího majetku, tak i tyto náklady s tím spojené se řadí mezi kapitálové výdaje a jestliže se tyto výdaje uskutečňují ve více letech, je potřeba hodnotu likvidovaného majetku diskontovat k okamžiku zahájení realizace projektu (Fotr &Souček, 2005). Důležitou součástí kapitálových výdajů jsou také přírůstky čistého pracovního kapitálu, což je rozdíl mezi přírůstkem oběžného majetku a přírůstkem krátkodobých pasiv. S pořízením nového majetku je spojena potřeba trvalého přírůstku oběžného majetku například v podobě zásob a na straně pasiv rostou krátkodobé závazky vůči dodavatelům. Jestliže se kapitálový výdaj během realizace projektu vyskytuje ve více letech, je třeba tuto hodnotu diskontovat.

Celková hodnota kapitálových výdajů lze zjistit následovně:

$$K = I + O - P \pm D \tag{7}$$

kde: K kapitálový výdaj,
I výdaje na pořízení dlouhodobého majetku,
O přírůstky čistého pracovního kapitálu,
P příjem z prodeje nahrazovaného majetku,
D daňové efekty (Valach, 2010).

4.1.2 Peněžní příjmy

Peněžní příjmy z projektu bývá oproti kapitálovým výdajům velice těžké stanovit. Existuje celá řada faktorů, které příjmy ovlivňují, například vliv inflace a faktor času. Peněžní příjmy jsou tvořeny disponibilním ziskem, ročními odpisy, úbytkem čistého pracovního kapitálu (úbytek se přičítá, protože zvyšuje příjmy, naopak přírůstek se odečítá v důsledku snižování příjmů) a příjmy z prodeje dlouhodobého majetku upravené o daň. Pokud se peněžní příjmy uskutečňují ve více letech, je třeba jejich hodnoty opět diskontovat na současnou hodnotu.

Peněžní příjmy z investičního projektu lze stanovit takto:

$$P = Z + A \pm O + P_m \pm D \tag{8}$$

kde: P celkový roční příjem z investičního projektu,
Z roční přírůstek zisku po zdanění,
A odpisy,
O změna čistého pracovního kapitálu,
P_m příjem z prodeje dlouhodobého majetku,
D daňový efekt z prodeje dlouhodobého majetku (Valach, 2010).

4.2 Základní ekonomické metody hodnocení

Pro hodnocení efektivnosti investičních projektů je k dispozici mnoho metod a také mnoho kritérií pro členění těchto metod. Prvním kritériem pro rozdělení je faktor času. Pokud je zohledňován, pak se metody dělí na dynamické a statické (Valach, 2010). Dále existují metody založené na pojetí efektů z investičních projektů, kdy se ekonomická efektivnost zjišťuje na základě srovnávání výchozího či postupně vynaloženého kapitálového výdaje s výsledným efektem z projektu. Do této skupiny patří nákladová, zisková a peněžní kritéria (Hrdý & Horová, 2009).

Statické metody neberou ohled na faktor času, to znamená, že nerespektují časovou hodnotu peněz. Tyto metody lze použít pouze tehdy, pokud čas nějakým způsobem nemůže ovlivnit rozhodování o investicích. Metodu je vhodné aplikovat pouze u krátkodobých a jednorázových investic, u dlouhodobých slouží spíše orientačně. Významnou roli má výše diskontní sazby, čím je sazba nižší, tím více je faktor času zanedbatelný.

Dynamické metody berou ohled na faktor času, který je ve výpočtech efektivnosti projektu důležitý, protože se promítá do peněžních příjmů a kapitálových výdajů projektu, tudíž tyto metody neposkytují zkreslené informace (Valach, 2010). Autorka Kislingerová (2007) charakterizuje dynamické metody, jako metody, kde je podstatou diskontování všech proměnných potřebných pro výpočet.

4.2.1 Nákladová kritéria

Nákladová kritéria se zaměřují na hodnocení předpokládaných úspor nákladů investičních i provozních, které má investice přinést. Za efekt z projektu tedy považují úsporu nákladů. Podmínkou použití je vzájemná vylučitelnost projektů a musí se jednat o investice zajišťující stejný rozsah produkce a stejné realizační ceny. Mezi tyto nákladová kritéria patří metoda průměrných ročních nákladů a metoda diskontovaných nákladů (Valach, 2010).

Metoda průměrných ročních nákladů – hodnocení probíhá v porovnávání průměrných ročních nákladů mezi investičními variantami. Příznivou variantou je varianta s nejnižšími průměrnými ročními náklady. Výpočet dle následujícího vzorce:

$$R = O + i \cdot J + V \tag{9}$$

kde: R roční průměrné náklady varianty investičního projektu,
O roční odpisy,
i požadovaná výnosnost (úrok),
J investiční náklad,
V ostatní roční provozní náklady.

Jestliže by podnik uvažoval na konci doby životnosti nahrazovaného majetku jeho prodej za nějakou likvidační cenu, tak se tato cena odečte od původních ročních nákladů:

$$R = O + i \cdot J + V - L/n \tag{10}$$

kde: L likvidační cena,
n doba životnosti investice.

Metoda diskontovaných nákladů – stejné východisko jako u předchozí metody s tím rozdílem, že se zde „*porovnává souhrn investičních a diskontovaných nákladů jednotlivých variant projektu za celou dobu jeho životnosti*" (Valach, str. 90, 2010). Nejlepší variantou je opět ta, která má nejnižší diskontované náklady. Výpočet dle následujícího vzorce:

$$D = J + \sum_{n=1}^{N} V_n \tag{11}$$

kde: D diskontované náklady investičního projektu,
J investiční náklad,
V_n diskontované ostatní roční provozní náklady,
n jednotlivá léta životnosti,
N doba životnosti.

V případě, že podnik do budoucna počítá s nějakou likvidační cenou majetku, musí se tato likvidační cena diskontovat a poté odečíst od diskontovaných nákladů:

$$D = J + \sum_{n=1}^{N} V_n - L_d \tag{12}$$

kde: L_d diskontovaná likvidační cena (Valach, 2010).

Problém při výpočtu může nastat ve chvíli, kdy podnik porovnává dvě investiční varianty s rozdílnou dobou životnosti. Je nutné převést obě investiční varianty na společnou dobu životnosti, kterou je nejmenší společný násobek životností jednotlivých porovnávaných variant. U varianty s kratší životností je potřeba počítat také se současnou hodnotou obnovovaného dlouhodobého majetku.

4.2.2 Zisková kritéria

Kritériem hodnocení je předpokládaný účetní zisk. Řadí se mezi statické metody hodnocení efektivnosti investičního projektu, to znamená, že berou ohled na faktor času a nemusí se jednat o projekty zabezpečující stejný objem produkce. Patří sem průměrná výnosnost projektu a doba návratnosti projektu.

Průměrná výnosnost projektu – bývá nazývána též jako účetní rentabilita. Jak již bylo uvedeno, za efekt se považuje účetní zisk (zisk po zdanění). Může být použita i za před-

pokladu různé doby životnosti a nemusí splňovat podmínku stejného objemu produkce. Varianta s nejvyšší průměrnou výnosností je ideální variantou. Výpočet dle následujícího vzorce:

$$V_p = \frac{\sum_{n=1}^{N} Z_n}{N \cdot I_p} \tag{13}$$

kde: V_p průměrná výnosnost projektu,
Z_n roční zisk z projektu po zdanění v jednotlivých letech životnosti,
I_p průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně,
N doba životnosti,
n jednotlivá léta životnosti.

Průměrná výnosnost investičního projektu, by při rozhodování podniku o přijetí či odmítnutí projektu, měla dosahovat alespoň takové výše, jako je stávající výnosnost podniku.

Doba návratnosti – výsledek při použití tohoto kritéria nám udává dobu, za kterou se nám daný projekt vrátí díky peněžním příjmům z něj plynoucích. Vhodný projekt je ten, u kterého nám vyjde doba návratnosti kratší než ta, která je předem stanovená. Pokud podnik uvažuje za peněžní příjmy z projektu účetní zisk a odpisy, může pro výpočet doby návratnosti použít následující rovnici:

$$I = \sum_{n=1}^{a} (Z_n + A_n) \tag{14}$$

kde: I pořizovací cena,
Zn roční zisk po zdanění v jednotlivých letech životnosti,
An roční odpisy z projektu v jednotlivých letech životnosti,
n jednotlivá léta životnosti,
a doba návratnosti.

Dalším způsobem výpočtu je kumulování peněžních příjmů do doby, než se kumulované příjmy budou rovnat kapitálovému výdaji. Rok, ve kterém dojde k rovnosti, je dobou návratnosti (Valach, 2010).

Nevýhodou doby návratnosti je, že nejsou brány v potaz příjmy plynoucí z investice po době její návratnosti. Další nevýhodou použití je nezohlednění faktoru času. Tento

problém lze odstranit pomocí diskontování jednotlivých peněžních toků, čímž podnik získá jejich současnou hodnotu:

$$DDN = n \cdot \frac{\sum_{n=0}^{a} \frac{K}{(1+i)^n} - \sum_{n=0}^{a} \frac{P_n}{(1+i)^n}}{\frac{P_n}{(1+i)^{n+1}}} \tag{15}$$

kde: DDN diskontovaná doba návratnosti,

K kapitálový výdaj,

P_n peněžní příjem z investice (Marek, 2009).

Jestliže by se podnik rozhodoval pouze podle tohoto ukazatele bez ohledu na životnost projektu, mohla by nastat taková situace, ve které by podnik dával přednost projektům krátkodobým před projekty dlouhodobými i v případě, že by tyto projekty byly méně efektivní (Valach, 2010).

4.2.3 Peněžní kritéria

Peněžní kritéria považují za efekt z projektu peněžní toky, přesněji peněžní příjmy a ne pouze zisk jako předchozí zisková kritéria. Zohledňují faktor času a tím se řadí mezi dynamické metody.

Čistá současná hodnota - vyjadřuje rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice a kapitálovými výdaji. Patří mezi nejvhodnější metody pro použití k hodnocení efektivnosti investic a to z důvodu, že poskytuje jasný a srozumitelný výsledek. Vzorec pro výpočet:

$$ČSH = \sum_{n=1}^{N} Pn \frac{1}{(1+i)^n} - K \tag{16}$$

kde: ČSH čistá současná hodnota

P_n peněžní příjem z investice v jednotlivých letech životnosti,

i úroková sazba,

n jednotlivá léta životnosti,

N doba životnosti projektu,

K kapitálový výdaj.

Jestliže se kapitálový výdaj uskutečňuje ve více letech, tak se čistá současná hodnota vypočte jako rozdíl mezi diskontovanými příjmy a diskontovanými kapitálovými výdaji:

$$\check{C}SH = \sum_{n=1}^{N} P_n \frac{1}{(1+i)^{n+T}} - \sum_{t=1}^{T} K_t \frac{1}{(1+i)^t} \quad (17)$$

kde: T doba výstavby,

t jednotlivá léta výstavby.

Výsledek je třeba nějakým způsobem okomentovat a to následujícím způsobem:

- když ČSH > 0, projekt je přijatelný,
- když ČSH < 0, projekt není přijatelný, protože jeho přijetí by mělo negativní vliv na tržní hodnotu firmy,
- když ČSH = 0, projekt je z pojetí firmy lhostejný, tzn., že nijak neovlivní tržní hodnotu firmy (Učeň, 2008).

Výsledná hodnota dále vyjadřuje celkový efekt z investice, neboli o kolik se vlivem investice zvýší tržní hodnota firmy.

Čistá současná hodnota závisí na požadované míře výnosnosti. Čím vyšší je požadovaná míra výnosnosti, tím nižší je čistá současná hodnota – za předpokladu konvenčního toku (vysvětleno v kapitole 1.2.1). V případě, že:

- požadovaná výnosnost se rovná 0 → ČSH je rovna rozdílu mezi peněžními příjmy a kapitálovým výdajem,
- požadovaná výnosnost > 0 → ČSH klesá z důvodu snižujících se diskontovaných peněžních příjmů a neměnného kapitálového výdaje (Valach, 2010).

Index ziskovosti – souvisí s čistou současnou hodnotou. Vyjadřuje podíl současné hodnoty budoucích peněžních příjmů a počátečním kapitálovým výdajem:

$$I_z = \frac{\sum_{n=1}^{N} \frac{P_n}{(1+i)^n}}{K} \quad (18)$$

kde: I_z index ziskovosti

P_n peněžní příjem z investice v jednotlivých letech životnosti,

i úroková sazba,

n jednotlivá léta životnosti,

K kapitálový výdaj.

Za vhodný projekt se považuje ten, u kterého vyjde index ziskovosti větší než 1, což znamená, že současná hodnota peněžních příjmů je větší než kapitálový výdaj – čistá současná hodnota je kladná (Brealey, 2002).

Vnitřní výnosové procento - je úroková míra, při které se současná hodnota peněžních příjmů z investice rovná současné hodnotě kapitálových výdajů a čistá současná hodnota se rovná 0. Vzorec pro výpočet:

$$\sum_{n=1}^{N} \frac{P_n}{(1+i)^n} = K \tag{19}$$

kde: P_n peněžní příjmy v jednotlivých letech,

K kapitálový výdaj,

n jednotlivá léta životnosti projektu,

N doba životnosti projektu,

i hledaný úrokový koeficient.

Pokud by se kapitálový výdaj uskutečňoval ve více obdobích, pak by se musel diskontovat a výpočet by vypadal následovně:

$$\sum_{n=1}^{N} \frac{P_n}{(1+i)^{n+T}} = \sum_{t=0}^{T} \frac{K_t}{(1+i)^t} \tag{20}$$

kde: t jednotlivá léta investování,

T celková doba investování.

Postup při výpočtu vnitřního výnosového procenta:

- nejdříve si zvolíme libovolnou hodnotu úrokové míry, pomocí které diskontujeme peněžní příjmy,
- dále sledujeme poměr mezi sumou diskontovaných příjmů a kapitálovým výdajem,
- pokud je suma diskontovaných příjmů vyšší než kapitálový výdaj, tak je třeba si zvolit druhou úrokovou míru, ale vyšší a znovu opakujeme výpočet,

- cílem je zvolit takové úrokové míry, kdy u nižší úrokové míry vyjde čistá současná hodnota kladná a u vyšší úrokové míry vyjde čistá současná hodnota záporná. Za této situace vypočteme vnitřní výnosové procento dle následujícího vzorce:

$$VVP = i_n + \frac{\check{C}SH_n}{\check{C}SH_n + \check{C}SH_v} (i_v + i_n) \quad (21)$$

kde:
- VVP vnitřní výnosové procento,
- i_n nižší zvolená úroková míra,
- i_v vyšší zvolená úroková míra,
- $\check{C}SH_n$ čistá současná hodnota při nižší zvolené úrokové míře,
- $\check{C}SH_v$ čistá současná hodnota při vyšší zvolené úrokové míře.

Samotný výsledek nám neřekne, zda je projekt vhodné přijmout či nikoliv. Je nutné srovnat hodnotu VVP s požadovanou mírou efektivnosti. Pokud je VVP vyšší než požadovaná míra efektivnosti, tak je projekt vhodné přijmout. Na základě vnitřního výnosového procenta nelze určit pořadí projektů (Valach, 2010).

Existují případy, kdy je VVP nevhodné použít jako metodu pro hodnocení efektivnosti investičního projektu a to v případech:

- nekonvenčních toků,
- konvečních toků s různou výší počátečního investičního výdaje na počátku prvního období,
- různé doby investice,
- různé zvažované míry,
- jedná-li se o projekty vzájemně se vylučující (Marek, 2009).

5 Faktory ovlivňující investiční rozhodování

Konečné výsledky zjištěné na základě použití uvedených metod hodnocení investičních projektů jsou ovlivňovány řadou faktorů. Některé z nich může podnik ovlivnit sám, jedná se například o problémy spojené s provozní činností. Existují ale i takové faktory, které podnik neovlivní a musí se jim přizpůsobit. Mezi takové faktory patří požadovaná výnosnost, daně a inflace.

5.1 Požadovaná výnosnost

Pro výpočty uvedené v předchozí kapitole byla uvažována úroková míra, která pro investora představuje cenu za půjčení peněz. Tato úroková míra se také nazývá jako diskontní sazba nebo také požadovaná výnosnost. Valach (2010) definuje požadovanou výnosnost jako: „*výnosnost, kterou investor požaduje jako minimální kompenzaci za odložení spotřeby a kompenzaci za podstoupení rizika investování."*

Požadovaná výnosnost projektu plní následující tři funkce. První funkcí je funkce stimulační. Pokud dojde k růstu úroku, bude to mít vliv na růst úspor a z toho vyplývá, že investoři nebudou tolik investovat, tudíž, dojde k poklesu investic. Naopak při poklesu úroků se investorům více vyplatí investovat oproti tvorbě úspor. Druhá funkce spočívá v možnosti výběru projektu z více variant. Rozhoduje se na základě výše úrokové míry. Pokud úroková míra roste, podnik vybere projekt s vyšším výnosem. Při poklesu úrokové míry vybere i takové projekty, které podniku přinesou nižší výnos. Za předpokladu, že je výnos nižší než úroková míra, nelze projekt uskutečnit. Třetí funkcí je zohledňování faktoru času, kdy se prostřednictvím úročení (odúročení) zjistí budoucí (současná) hodnota. Čím delší časové období, tím více bude úrokem ovlivněno investiční rozhodování (Polách et al., 2012).

Otázkou tedy zůstává, jak správně určit výši diskontní sazby, aby byl projekt přijatelný. Požadovaná výnosnost bývá někdy ztotožňována s průměrnými náklady kapitálu, což jsou náklady na získání finančních zdrojů k financování investice a jejich hodnota lze získat dle následujícího vzorečku:

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{(E+D)} + r_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{(E+D)} \tag{22}$$

kde: WACC průměrné náklady na kapitál,
re náklady na vlastní kapitál,
rd náklady na cizí kapitál,
E vlastní kapitál,
D cizí kapitál,
t sazba daně ze zisku (Kislingerová, 2007).

Z tohoto pohledu platí, že čím vyšší tyto náklady jsou, tím vyšší by měla být požadovaná výnosnost. Pokud se jedná o rizikový projekt, tak by průměrné náklady kapitálu měly být zvýšené o toto riziko. Dalším způsobem stanovení výše požadované výnosnosti je použití bezrizikové výnosnosti, která pro podnik nepřináší téměř žádné riziko. Jedná se zejména o investice týkající se obnovy stávajícího majetku. Požadovaná výnosnost projektu nelze ztotožňovat s aktuální tržní úrokovou mírou a to zejména kvůli tomu, že se požadovaná míra výnosnosti odvozuje od průměrných nákladů kapitálu podniku jako celku a to z důvodu dodržení optimální kapitálové struktury. Požadovaná výnosnost musí brát v úvahu požadavky všech vkladatelů dlouhodobého kapitálu a ne pouze úvěru (Valach, 2010).

5.2 Daně

Daně svou povahou významně ovlivňují výběr a realizaci investičního projektu a to z důvodu zdanění peněžních příjmů z investice daňovou sazbou. Vymezení peněžního příjmu lze následovně:

$$PP = (1 - D) \cdot Z_p + O + (1 - D) \cdot I \tag{23}$$

kde: PP peněžní příjem z projektu po zdanění,
D daňový koeficient,
Z_p provozní zisk,
O odpisy,
I úrok z úvěru (Polách et al., 2012).

K provoznímu zisku po zdanění se přičítají odpisy a úroky po zdanění. Úroky se přičítají z důvodu zabránění dvojího zdanění, protože jsou jednou započtené v nákladech a podruhé při diskontování peněžních příjmů z projektu (Valach, 2010).

Daně mají také vliv na úrokové sazby, které jsou používány k diskontování. Jelikož úroky snižují základ daně, je vhodné peněžní příjem diskontovat úrokovou sazbou po zohlednění daně:

$$r_i = (1 - D) \cdot r_n \tag{24}$$

kde: r_i reálný úrok po zdanění v %,

r_n nominální úrok v % (Polách et al., 2012).

5.3 Inflace

Při výběru investičního projektu by měl podnik zohlednit míru inflace, protože vlivem inflace dochází k růstu kapitálových výdajů a to zejména u investic s delší dobou pořízení. Inflace ovlivní také peněžní příjmy, čistou současnou hodnotu, vnitřní výnosové procento, ale také diskontní sazbu, kterou podnik použije pro výpočet časové hodnoty peněz. Vliv inflace lze zobrazit prostřednictvím nominální a reálné diskontní sazby. Pravidlem je diskontování nominálních peněžních příjmů nominální diskontní sazbou a diskontování reálných peněžních příjmů reálnou diskontní sazbou (Valach, 2010).

Rozdělení na nominální a reálnou sazbu je důležité z ekonomického hlediska. Za nominální sazbu se považují úroky, které jsou uvedené například v úvěrových smlouvách. Reálná sazba je v podstatě nominální sazba snížená o inflaci. Pro přesný výpočet reálné sazby lze využít následující vzorec:

$$r_i = \frac{r_n - i}{(1+i)} \cdot 100 \tag{25}$$

kde: r_i reálná úroková míra,

r_n nominální úroková míra,

i očekávaná inflace (Marek, 2009).

6 Pořízení dlouhodobého majetku

6.1 Způsoby pořízení dlouhodobého majetku

Dlouhodobý hmotný majetek lze získat několika způsoby – nákupem, vlastní činností, vkladem společníka, darováním a přeřazením z osobního užívání do podnikání.

Způsob pořízení majetku je důležitý z hlediska jeho správného ocenění. Dlouhodobý majetek se oceňuje pořizovací cenou, která je u jednotlivých forem pořízení jiná. Pořizovací cenou se rozumí cena pořízení a vedlejší pořizovací náklady (doprava, pojištění,…)

Nákup patří mezi nejčastější formy pořízení majetku, kdy jeho pořizovací cenu tvoří cena, za kterou byl pořízen. Majetek vytvořený vlastní činností je oceňován na základě vlastních nákladů, které tvoří přímé náklady (např. mzdy pracovníků) a nepřímé náklady (např. energie). Přímé a nepřímé náklady související s vytvořením majetku vlastní činnost dohromady představují výrobní režii. Reprodukční cenou se oceňuje majetek získaný darováním a vkladem společníka. Pod pojmem reprodukční cena se má na mysli pořizovací cena vyjadřující hodnotu majetku, za kterou byl pořízen v době, kdy se o něm účtuje (Fišerová, 2010).

Součástí vedlejších pořizovacích nákladů jsou zejména tyto náklady na:

- přípravu a zabezpečení pořizovaného majetku - správní poplatky, provize za zprostředkování,…,
- úroky z úvěru - záleží na rozhodnutí účetní jednotky,
- clo - při pořízení majetku ze zemí mimo EU,
- doprava a montáž,
- licence, patenty, práva (Strouhal, 2010).

6.2 Financování dlouhodobého majetku

Aby byla daná investice uskutečnitelná, je potřeba také vyřešit, jakým způsobem bude financována. Marek (2009) nazývá tuto činnost jako rozhodování o financování. Valach (2010) ve své publikaci používá termín dlouhodobé financování, protože *„přeměna investičního majetku na peněžní formu trvá déle než u běžného majetku a peněžní prostředky jsou vázány v investičním majetku po delší dobu."*

Rozhodnutí o financování investice patří mezi ty významnější, protože může ovlivnit efektivnost celého projektu. Cílem této činnosti je rozhodnutí o konkrétním návrhu financování dlouhodobého charakteru. Pro úspěšné uskutečnění investice je také nutné, aby finanční prostředky byly včas shromážděny a to jak před začátkem realizace, ale i během životnosti majetku.

Pro financování může podnik použít zdroje vlastní nebo cizí, interní nebo externí. Tyto zdroje se většinou dělí podle dvou hledisek - podle svého původu a podle vlastnického vztahu. Přehledně je dělení uvedeno v následující tabulce:

Tabulka 1: Zdroje financování

		Vlastnictví zdrojů	
		vlastní	**cizí**
Původ zdrojů	**interní**	zisk odpisy	podniková banka rezervy na důchod
	externí	vklady vlastníků dotace a dary rizikový kapitál	úvěry finančních institucí dluhopisy finanční leasing obchodní úvěry ostatní závazky

Zdroj: Kislingerová, 2007

Interní zdroje jsou takové zdroje, které jsou získávány provozní činností podniku. Externí zdroje naopak vznikají mimo provozní činnost podniku (Kislingerová, 2007).

6.3 Vlastní zdroje financování

Obecně vlastní zdroje nepředstavují závazek podniku a v rozvaze se vyskytují jako vlastní jmění podniku. Patří sem zisk, odpisy, vklady vlastníků, dotace, dary, rizikový kapitál. Použití pouze vlastních zdrojů k financování je drahé, protože náklady na kapitál jsou vysoké a riziko vlastníků je vyšší než riziko věřitelů (Kislingerová, 2007).

Zisk - financování podniku ze zisku se často nazývá samofinancováním. Ziskem je myšlena ta část zisku po zdanění, tedy čistý zisk, který může podnik použít buď jako příděl do rezervního fondu a nebo v podniku zůstane ve formě nerozděleného zisku (Freiberg, 2007). Následující schéma zachycuje tvorbu nerozděleného zisku:

Zisk běžného roku před zdaněním

- daň ze zisku
- příděl do rezervního fondu
- příděl do ostatních fondů
- úhrada tantiém
- výplata dividend a podílů na zisku
- ostatní použití zisku

= nerozdělený zisk běžného roku

+ nerozdělený zisk minulých let

= nerozdělený zisk koncem roku (Valach, 2010).

Odpisy - dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek má dobu životnosti delší než 1 rok a proto nelze jeho hodnotu do nákladů zahrnout v celé částce. Odpisy vyjadřují opotřebení majetku a jejich výše snižuje hodnotu majetku. Díky odpisům se majetek do provozních nákladů promítá postupně. Zůstatková cena majetku se zjistí tak, že se od pořizovací ceny odečtou odpisy za jednotlivá léta, neboli oprávky. Výhodou odpisů je, že snižují základ daně a pozitivně ovlivňují rentabilitu podnikání (Valach, 2010).

„Odpisy jsou vlastní finanční zdroje poplatníka; jsou tvorbou finančních zdrojů, jež vznikají v závislosti na životnosti a míře opotřebení majetku." (Pelc, 2011)

Důležité je vědět, že ačkoliv jsou odpisy součástí nákladů, nejsou peněžním výdajem po celou dobu odpisování. Peněžní výdaj se uskuteční pouze při pořízení majetku nebo jeho obnovení. Odpisy jsou považovány za stabilní zdroj financování, protože jsou k dispozici i za předpokladu, že podnik nevytvořil žádný zisk (Valach, 2010).

Existují dva druhy odpisů a to účetní a daňové. **Účetní odpisy** se řídí podle Zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví a vyjadřují skutečné opotřebení majetku. Odpisování se provádí na základě odpisového plánu, který si musí každý podnik sestavit. Sazby pro výpočet odpisů si účetní jednotka může sestavit sama a to na základě hlediska času, doby použitelnosti nebo objemu výkonu (Fišerová, 2013). **Daňové odpisy** se řídí Zákonem č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů a slouží především ke snižování základu daně. Jedná se o roční odpisy a doba odpisování závisí na odpisových skupinách, do kterých je majetek zařazen. Podnik může používat rovnoměrné nebo zrychlené odpisy (Pelc, 2011).

„Smyslem rozdělení odpisů na účetní a daňové je umožnit podnikům reálnější stanovení výše a způsobu odepisování dlouhodobého majetku a reálnější vykazování podnikového zisku." (Valach, 2010)

Výše odpisů závisí na mnoha faktorech. Jedním z nich je také metoda odpisování. Při zrychleném odpisování dochází k nejvyšším odpisům na začátku odpisování a naopak nejméně na konci odpisování. Při rovnoměrném odpisování dochází k rovnoměrnému rozložení odpisů do všech let odpisování. Dalšími významnými faktory jsou cena majetku, výše a struktura majetku a doba odpisování (Valach, 2010).

Vklady vlastníků - řadí se mezi externí zdroje financování a v rozvaze představují základní kapitál. Tvorba základního kapitálu je u každé právní formy podnikání jiná. U individuálního podnikatele není velikost základního kapitálu pevně daná, ale záleží pouze na finančních možnostech majitele. U obchodních společností je výše kapitálu určena Zákonem č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Tvorba základního kapitálu je povinná u komanditní společnosti, společnosti s ručením omezeným a akciové společnosti. U akciové společnosti dochází ke shromažďování základního kapitálu úpisem akcií. Akcie je cenný papír, který představuje právo majitele dané akcie podílet se na řízení podniku, zisku a likvidačním zůstatku při zániku společnosti. U této formy podnikání ručí společníci pouze omezeně a to do výše svého vkladu. Základní kapitál je tvořen určitým počtem akcií o určité jmenovité hodnotě v minimální výši 20 milionů Kč. Akcie mohou být kmenové nebo prioritní. U kmenových akcií má akcionář právo účastnit se hlasování na valné hromadě a také má nárok na dividendu. Jejich emise je spojena s vysokými náklady než u akcií prioritních a dluhopisů. Výhodou je, že u nich není určeno datum splatnosti, proto se používají k financování podniku více. U prioritních akcií společník získává konstantní výši dividend a to bez ohledu na výši zisku. Charakteristické jsou také tím, že majitel akcie nemá právo podílet se na hlasování. Důležitý je také termín emisní ážio, což je rozdíl mezi emisní cenou akcie a její jmenovitou hodnotou. Zvýšení kapitálu může být uskutečněno emisí nových akcií, použitím zisku nebo kombinací obojího. Ke snížení dochází prostřednictvím koupí akcií, které sami emitovali, dále mohou snížit jmenovitou hodnotu akcie nebo snížit jejich počet vzetím z oběhu (Marek, 2009).

Dary a dotace - patří do kapitálových fondů a slouží jako podpora podnikání. Dotace jsou poskytovány ze státního rozpočtu, dále ze státních finančních aktiv, z národního

fondu, ze státních fondů a z rozpočtů územních samosprávných celků. Podle způsobu zaúčtování se dělí na dotace na pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku a dotace na úhradu provozních a finančních nákladů.

Dotace na pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku bývá nazývána též jako investiční dotace. Použití této dotace snižuje ocenění dlouhodobého majetku a technického zhodnocení. Řadí se sem i dotace na úhradu úroků, které jsou součástí ocenění majetku. Na úhradu úroků z úvěrů nezahrnované do ocenění majetku se používá dotace na úhradu finančních nákladů.

Dále se pro účetní účely za dotace považují také bezúplatné plnění na stanovený účel ze zahraničí z prostředků Evropského společenství, veřejných rozpočtů cizího státu a granty poskytnuté podle zvláštního právního předpisu (Fišerová, 2010).

Nárok na dotaci se zaúčtuje na vrub účtu z účtové skupiny 37 – Jiné pohledávky a závazky a zároveň ve prospěch účtu z účtové skupiny 34 – Zúčtování daní a dotací. Postup při účtování dotací je názorně ukázán v následující tabulce:

Tabulka 2: Účtování dotací

Č.	**Účetní případy**	**MD**	**Dal**
1	nárok na dotaci	378	346 (347)
2	přijetí dotace na bankovní účet	221	378
3	použití dotace na pořízení DM	346 (347)	042
4	použití dotace na úhradu p. nákladů	346 (347)	648

Zdroj: Fišerová, 2010

Rizikový kapitál - *„Rizikový kapitál je profesionálně sdružený kapitál vkládaný prostřednictvím rizikového fondu do základního kapitálu, určený na financování počáteční činnosti firmy a zejména pak na financování projektů inovačního a rozvojového charakteru s vysokým rizikem."* (Valach, 2010)

Tento druh kapitálu používají především začínající firmy, které se snaží proniknout na kapitálový trh a nemají k tomu potřebné množství interních zdrojů. Princip poskytování rizikového kapitálu spočívá ve shromažďování peněžních prostředků investorů ve fondu rizikového kapitálu fungující jako společnost. Investoři můžou být jednotlivci nebo nějaká finanční instituce jako je například banka. Pro správu, výběr a posouzení investičních příležitostí si fondy najímají manažerskou společnost. Po schválení investiční příležitosti poskytne fond peněžní prostředky klientské společnosti jako přímý vklad do základního kapitálu. Jelikož investoři podstupují vysoké riziko, požadují vyso-

kou výnosnost investičních projektů, někdy až 40% výnosu. Zhodnocení celkové výnosnosti projektu je možné, až ve chvíli, kdy rizikový kapitál „vystoupí" z klientské společnosti (Valach, 2010).

6.4 Cizí zdroje financování

Cizí zdroje se také dělí podle jejich původu na interní a externí. Pro podnik mnohdy bývají výhodnější než vlastní zdroje, protože jsou levnější. Cenou za použití těchto zdrojů je úrok, který je daňově uznatelný a tím snižuje základ daně. Přílišné využívání cizích zdrojů nad určitou mez však pro věřitele není příliš příznivé z hlediska splnění závazků (Kislingerová, 2007).

Dluhopisy (obligace) - jsou cenné papíry, u kterých vzniká právo majitele požadovat po emitentovi dluhopisu splatit dlužnou částku i s úrokem v době splatnosti. Emisí dluhopisů si emitent zajišťuje finanční prostředky. Při koupi dluhopisu věřitel vyplatí danou částku emitentovi a tím mu poskytne úvěr. Věřitel si před koupí prověří bonitu podniku a jeho finanční situaci a to proto, aby se v době splatnosti nedostal do situace, kdy mu nebude emitent schopen danou částku uhradit (Marek, 2009).

Dodavatelské a obchodní úvěry - dodavatelské úvěry jsou takové úvěry, u kterých dodavatel souhlasí s odložením peněžitého plnění. Pro dodavatele je to nevýhodné a to z hlediska rizika nezaplacení nebo inflace. Obchodní úvěry představují běžnou formu financování podniku a to v podobě převážně faktur, dále to mohou být směnky atd. Charakteristické pro obchodní úvěr je časový rozdíl mezi předáním a zaplacením zboží (Hrdý & Horová, 2009).

Leasing - jinými slovy nájem majetku. Princip leasingu vyplývá z uzavření smlouvy mezi nájemcem a pronajímatelem, kde jsou uvedeny práva a povinnosti nájemce spojená s používáním pronajatého majetku. Leasing má mnoho forem, jednou z nich je operativní leasing, u kterého po uplynutí smluvené doby dochází k návratu majetku zpět pronajímateli. U finančního leasingu dochází po uplynutí doby ke změně vlastnictví a novým majitelem se stává nájemce. Na rozdíl od operativního leasingu si nájemce hradí náklady spojené s užíváním majetku sám. Další formou leasingu je prodej podnikového majetku leasingové společnosti, která ho podniku následně pronajme. Tato forma leasingu se nazývá nepřímý leasing. U přímého leasingu si nájemce sám určí zařízení, které pronajímatel koupí a na základě smlouvy jej pronajme nájemci (Marek, 2009).

Výhodou tohoto financování je, že podnik nemusí jednorázově vynaložit peněžní prostředky jako při koupi majetku. Jelikož majetek postupem času zastarává a vyvíjí se stále nové a nové technologie, tak i toto hledisko činí leasing výhodným způsobem financování. Za zmínku také stojí uvést skutečnost, že leasingové platby jsou daňově uznatelným nákladem. Nevýhodou je jeho cena, protože je dražší. Celková výše zaplacených leasingových plateb převyšuje hodnotu majetku a to z důvodu, že splátky obsahují zisk leasingové společnosti, což je rozdíl mezi leasingovou cenou a pořizovací cenou (Synek, 2003). Pro potřeby financování investičních projektů se používá finanční leasing (Kislingerová, 2007).

7 Dlouhodobý finanční plán

S investiční činností podniku souvisí sestavování dlouhodobého finančního plánu a to většinou na dobu pěti let. Slouží například jako podklad pro získávání úvěrů od finančních institucí (Marek, 2009), ale hlavně jako dlouhodobý ekonomický výhled podniku. Podle Grunwalda (2009) je jádrem právě investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Protože se investice plánují dlouhodobě, počítá se s nimi v dlouhodobém plánu na několik let dopředu. Dále se prostřednictví dlouhodobého finančního plánu může podnik vyhnout problémům, které by v budoucnu mohly nastat nebo být připraven je řešit (Hrdý & Horová, 2009).

„Úkolem finančního plánování je předvídat potřebu finančních zdrojů k financování majetku podniku, zajištění likvidity a udržení finanční rovnováhy celého podniku.„ (Hrdý & Horová, 2009)

Důležité je při sestavování finančního plánu dodržovat několik zásad. První zásadou je zásada systematičnosti, kterou se má na mysli systematické sledování určitého základního cíle a jednotlivých dílčích cílů, které se odvíjí od toho základního. Zásada úplnosti představuje nutnost zahrnutí všech činností a faktorů spojených s plánováním. Zásada přehlednosti má poskytovat snadné používání plánů. Sestavování plánu by se vždy mělo uskutečňovat v pravidelných intervalech, čemuž odpovídá zásada periodičnosti. Předposlední zásadou je zásada pružnosti, která by měla zajistit aktualizaci plánovaných hodnot. Poslední je zásada klouzavosti zajišťující částečné překrývání aktuálního dlouhodobého plánu s plánem předchozím.

Vedle dlouhodobého finančního plánu existuje i krátkodobý finanční plán, který se sestavuje na kratší období, zpravidla na 1 rok. Mezi dlouhodobým a krátkodobým plánem je časová spojitost. Jinými slovy, dlouhodobý plán vychází z krátkodobého plánu, který poskytuje informace na nejbližší plánovaný časový úsek (Marek, 2009).

Součástí dlouhodobého finančního plánu je analýza finanční situace, plán tržeb, cash flow, plánovaná rozvaha, investiční rozpočet, rozpočet externího financování a výsledovka.

8 Metodika

Cílem této bakalářské práce je vyhodnotit daný investiční projekt z hlediska jeho efektivnosti a zhodnocení jeho dopadů na finanční situaci podniku. Hodnocen bude investiční projekt Rozšíření lázeňské infrastruktury v areálu Bertiných lázní, který je blíže popsán v praktické části.

V praktické části dojde k posouzení projektu z hlediska jeho realizovatelnosti a efektivity využití potencionálně vynaložených finančních prostředků na jeho uskutečnění. Investiční projekt bude vypracován ve dvou variantách. Jelikož byla podána žádost o finanční podporu z Regionálního operačního programu NUTS II Jihozápad, budou vyhotoveny dvě investiční varianty. Varianta bez dotace bude čistě modelována pouze pro srovnání finanční udržitelnosti, protože Bertiny lázně nejsou schopny projekt optimálně realizovat bez získání dotace.

Na projekt lze nahlížet z několika hledisek. Z účetního hlediska se jedná o investici do hmotného majetku. Zároveň také, jak již plyne z názvu projektu, představuje investici rozvojovou. S přihlédnutím k peněžním tokům, se jedná o investiční projekt s konvenčními peněžními toky a to z důvodu, že kapitálový výdaj bude vynaložený na počátku investice, tudíž dojde ke změně v cash flow pouze jednou.

Výchozími daty budou informace a podklady získané přímo od podniku, na základě konzultací.

Postup při ekonomickém hodnocení projektu

Nejdříve budou stanoveny kapitálové výdaje, které budou rozděleny na hlavní investiční výdaje a ostatní. Tyto kapitálové výdaje budou tvořit výdaje na:

- stavební práce, pořízení technologií,
- zpracování projektové dokumentace,
- povinnou publicitu,
- výběrové řízení,
- stavební dozor,
- koordinátora BOZP.

Odhad budoucích příjmů z investice bude založen především na ceně jednotlivých služeb, které se získají porovnáním obdobných provozů, jak vlastních, tak konkurenč-

ních. Dále se stanoví hodinová kapacita a obsazenost jednotlivých služeb. Z těchto údajů následně budou získány roční tržby.

Předpokládá se, že provozní náklady budou tvořeny následujícími položkami:

- spotřeba materiálu, elektrické energie, vodné a stočné,
- osobní náklady,
- propagace,
- opravy a údržba,
- odpisy.

Ekonomický úsek Bertiných lázní u provozních nákladů nepředpokládá růst těchto nákladů, s výjimkou nákladů na opravy a údržbu, u kterých se předpokládá růst o 10% každých pět let životnosti.

V praktické části bude počítáno s diskontní sazbou, která je nezbytná pro výpočty ekonomického hodnocení investice. Její výše bude odvozena dle roční úrokové sazby úvěru, pomocí něhož bude spolu s dotací investice financována.

Po stanovení výše uvedených údajů bude přistoupeno k samotnému ekonomickému hodnocení investičních variant pomocí ziskových a peněžních metod. Konkrétně se bude jednat o průměrnou výnosnost projektu, dobu návratnosti, diskontovanou dobu návratnosti, čistou současnou hodnotu, vnitřní výnosové procento a index ziskovosti. Budou využity následující vzorce:

Průměrná výnosnost podniku

$$V_p = \frac{\sum_{n=1}^{N} Z_n}{N \cdot I_p} \tag{26}$$

kde: Z_n roční zisk z projektu po zdanění v jednotlivých letech životnosti,

I_p průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně,

N doba životnosti,

n jednotlivá léta životnosti.

Doba návratnosti

$$I = \sum_{n=1}^{a} (Z_n + A_n) \tag{27}$$

kde: I pořizovací cena,

A_n roční odpisy z projektu v jednotlivých letech životnosti,

a doba návratnosti.

Diskontovaná doba návratnosti

$$DDN = n \cdot \frac{\sum_{n=0}^{a} \frac{K}{(1+i)^n} - \sum_{n=0}^{a} \frac{P_n}{(1+i)^n}}{\frac{P_n}{(1+i)^{n+1}}} \quad (28)$$

kde: K kapitálový výdaj,

P_n peněžní příjem z investice v jednotlivých letech životnosti.

Čistá současná hodnota

$$\check{C}SH = \sum_{n=1}^{N} Pn \frac{1}{(1+i)^n} - K \quad (29)$$

Index ziskovosti

$$I_z = \frac{\sum_{n=1}^{N} \frac{P_n}{(1+i)^n}}{K} \quad (30)$$

Vnitřní výnosové procento

$$VVP = i_n + \frac{\check{C}SH_n}{\check{C}SH_n + \check{C}SH_v} (i_v + i_n) \quad (31)$$

kde: i_n nižší zvolená úroková míra,

i_v vyšší zvolená úroková míra,

$\check{C}SH_n$ čistá současná hodnota při nižší zvolené úrokové míře,

$\check{C}SH_v$ čistá současná hodnota při vyšší zvolené úrokové míře.

Pro zhodnocení dopadů investičního projektu na finanční situaci podniku budou použity následující ukazatele:

Celková zadluženost

$$celková\ zadluženost = \frac{cizí\ kapitál}{celková\ aktiva} \quad (32)$$

Rentabilita vlastního kapitálu - ROE

$$ROE = \frac{čistý\ zisk}{vlastní\ kapitál} \quad (33)$$

Rentabilita tržeb - ROS

$$ROS = \frac{EBIT}{tržby} \tag{34}$$

Obrat (využití) fixních aktiv

$$obrat\ fixních\ aktiv = \frac{tržby}{fixní\ aktiva} \tag{35}$$

Úrokové krytí

$$úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{nákladové\ úroky} \tag{36}$$

Pro výpočet těchto ukazatelů budou použity údaje z účetních výkazů z roku 2012, které byly poskytnuty ekonomickým úsekem lázní. Na základě těchto výkazů bude sestaven dlouhodobý finanční plán - na dobu 5 let, tj. 2014 - 2018. Budou se porovnávat vypočtené hodnoty ukazatelů před investicí a po investici (varianta s dotací).

9 Praktická část

Tato kapitola je věnována praktické části, ve které je nejdříve představen podnik Bertiny lázně Třeboň s. r. o., investiční projekt a ekonomické hodnocení efektivnosti tohoto projektu.

9.1 Charakteristika vybraného podniku

Bertiny lázně Třeboň byly založené v roce 1883 a jejich historie je do roku 1948 spojena s městem Třeboň jako tzv. městské lázně. Od roku 1948 byly součástí Státních léčebných lázní Třeboň. V roce 1992 byly lázně privatizovány nejprve jako rozpočtová organizace města Třeboně a 1. ledna 1994 vznikla společnost s ručením omezeným.

Lázně jsou ve stoprocentním vlastnictví města Třeboň a výše základního kapitálu činí 44 333 000 Kč. Mezi orgány společnosti patří valná hromada, která je vykonávána městem v souladu se zákonem o obcích. Dále je zde jednatel, který je statutárním zástupcem společnosti. Jeho pravomoci jsou vymezeny zákonem o obchodních korporacích a zakladatelskou smlouvou. Na výkon působnosti managementu a uskutečňování obchodní činnosti dohlíží dozorčí rada, představující kontrolní orgán.

Předmětem činnosti je specializace na léčení poruch pohybového aparátu, revmatických chorob, poúrazových a pooperačních stavů a celkovou rekondici těla i mysli. K léčbě je používána slatina, což je původní přírodní zdroj. Slatina díky své hustotě vedete teplo pomaleji než voda, a proto díky ní je organismus prohříván šetrněji a intenzivněji.

V roce 2007 lázně obdržely certifikát ISO 9001:2000 od certifikačního orgánu CQS, (Sdružení pro certifikaci systémů řízení jakosti). ISO je mezinárodní norma pro systémy managementu jakosti. V souvislosti s obdrženým certifikátem lázně podstupují pravidelný externí audit, na jehož výsledku je závislé prodloužení tohoto certifikátu.

9.2 Představení investičního projektu

Daný investiční projekt je zaměřen na rozšíření a zkvalitnění nabídky služeb v Bertiných lázních, která přispěje ke zvýšení konkurenceschopnosti a atraktivity regionu v zájmu dlouhodobě udržitelného zvyšování kvality života obyvatel regionu. Cílem je vybudování a rozšíření infrastruktury cestovního ruchu v Bertiných lázních. V roce 1976 bylo město Třeboň vyhlášeno městskou památkovou rezervací, a proto rozvoj a

posílení cestovního ruchu představuje významný hospodářský přínos pro město a jeho obyvatele. Jelikož Jihočeský kraj patří mezi turisticky nejnavštěvovanější v republice, patří město Třeboň mezi atraktivní lázeňské destinace, kterou ročně navštíví dle odhadů desítky tisíc turistů.

V plánu je výstavba většího plaveckého bazénu včetně příslušenství, zřízení prostor pro vodoléčbu, podvodní masáže, perličkové lázně horních a dolních končetin, plynové injekce, parafínové zábaly, lasery a masérny. Konkrétněji:

- 1x plavecký bazén,
- 8x vodoléčebných buněk,
- 3x buňky pro podvodní masáže,
- 1x perličková lázeň horních končetin,
- 1x perličková lázeň dolních končetin,
- 1x prostor pro plynové injekce,
- 1x prostor pro parafinové zábaly,
- 1x prostor pro laser,
- 4x masérna.

Podnětem pro tvorbu tohoto investičního projektu je, že lázně vykazují známky podinvestovanosti s rizikem postupné ztráty konkurenceschopnosti s následným dopadem do tržeb. Tento fakt je zjevný již při samotném srovnání s jinými lázeňskými zařízeními po celé ČR. Nejslabším místem je aktuálně nabídka wellness neboli zde chybí větší bazén s dalšími doprovodnými službami v oblasti medical-wellness. Lázeňská wellness infrastruktura v Bertiných lázních je vzhledem k měnícím se nárokům lázeňských hostů nevyhovující. Procedury jsou poskytovány v nedostatečných prostorech, které snižují užitek z léčebných a wellness pobytů.

Cílovou skupinou tohoto projektu je široká veřejnost s převážným vlivem lázeňských hostů a dalších návštěvníků Třeboně a okolí. Klientelu tvoří jak tuzemští návštěvníci, tak i zahraniční, především Rakousko a Německo.

Hlavním cílem, jak již bylo řečeno, je vybudování a rozšíření infrastruktury cestovního ruchu v Bertiných lázních. Tento cíl lze považovat za globální, kterého bude dosaženo pomocí naplnění jednotlivých specifických cílů:

- vybudování zařízení pro lázeňské, wellness a další ozdravné pobyty v Bertiných lázních,
- zvýšení zájmu lázeňských hostů a celé veřejnosti o rozšířenou nabídku lázeňského cestovního ruchu,
- nabídka lázeňských, rehabilitačních a volnočasových aktivit v jarních, podzimních a zimních měsících,
- vytvoření nových pracovních míst.

Uskutečnění projektu povede nejen k rozšíření poskytovaných služeb, posílení cestovní ruchu, zvýšení atraktivity města atd., ale také vzniknou nová pracovní místa. Předpokládá se, že vznikne 10 nových pracovních míst, a to na pozici masérů, fyzioterapeutů a obsluhy procedur.

K financování investičního projektu bude využita dotace z Regionálního operačního programu NUTS II Jihozápad (dále jen ROP JZ) ve výši 30% způsobilých výdajů, max. 20 000 000 Kč. Dále bude projekt financován z přijatého úvěru od České spořitelny, a. s. s úrokovou mírou 1,7% p. a.

9.3 Ekonomické hodnocení efektivnosti investice

V této kapitole dojde k ekonomickému hodnocení efektivnosti investice. Hodnotit se budou dvě investiční varianty, které jsou popsány v kapitole 7 Metodika. Postup je následující – nejdříve se stanoví kapitálový výdaj, očekávané příjmy z investice a diskontní sazba. Dále se u každé z variant dopočítají hodnoty, které jsou potřebné pro následné hodnocení investice. Na závěr se shrnou dosažené výsledky.

Stanovení kapitálového výdaje

Počáteční investiční výdaje související s projektem jsou rozděleny na hlavní a ostatní investiční výdaje. Mezi hlavní investiční výdaje patří stavební práce a pořízení technologií. Mezi ostatní výdaje se řadí náklady na zpracování projektových dokumentací, náklady na povinnou publicitu dle pravidel ROP JZ, zajištění výběrových řízení, externího stavebního dozoru včetně koordinátora BOZP (bezpečnost a ochrana zdraví při práci).

Jelikož na financování projektu bude v jedné investiční variantě použita dotace, je důležité rozdělení výdajů na způsobilé a nezpůsobilé, a to dle podmínek ROP JZ. V

souvislosti s tímto rozdělením je také nutné zmínit, že do způsobilých výdajů byla zahrnuta ta část DPH, jejíž odpočet nemůžou lázně uplatnit.

Důležité je také rozdělení nákladů na investiční a neinvestiční (náklady na povinnou publicitu, audit projektu). Shrnutí nalezneme v následující tabulce 3:

Tabulka 3: Kapitálový výdaj

Hlavní investiční výdaje	
Způsobilé výdaje	
Stavební práce a technologie	60 000 000 Kč
DPH (dle koeficientu 0,18)	10 332 000 Kč
Nezpůsobilé výdaje	
DPH	2 268 000 Kč
Ostatní investiční výdaje	
Nezpůsobilé výdaje	
Zpracování projektové dokumentace	1 200 000 Kč
Autorský dozor	200 000 Kč
Výběr zhotovitele	50 000 Kč
Technický dozor investora	900 000 Kč
Koordinátor BOZP	150 000 Kč
DPH 21%	525 000 Kč
Neinvestiční výdaje	
Zajištění publicity	40 000 Kč
Zajištění auditu	40 000 Kč
CELKEM	**75 705 000 Kč**

Zdroj: Podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Ve variantě bez dotace bude použita výše uvedená částka ponížená o neinvestiční výdaje a to z důvodu, že výdaje na zajištění publicity a auditu vzniknou pouze při financování pomocí dotace. Kapitálový výdaj pro variantu bez dotace tedy činí 75 625 000 Kč.

Stanovení příjmů z investice

Budoucí příjmy z investice v provozní fázi lze vyčíslit na základě stanovení cen poskytovaných služeb a odhadu budoucí poptávky po těchto službách. U každé služby se stanoví cena, hodinová kapacita a předpokládaná obsazenost. Cena je odvozena na základě porovnání cen s podobnými provozy vlastními i konkurenčními. Obsazenost byla vedením lázní odhadnuta opět na základě porovnání s podobnými provozy.

Ceny jednotlivých služeb:

- bazén – 90 Kč/hod,
- podvodní masáže – 300 Kč/hod,
- vodoléčba – 250 Kč/hod,
- parafín – 300 Kč/ hod,
- vířivka horních a dolních končetin – 150 Kč/hod,
- plynové injekce – 110 Kč/hod,
- laser – 220 Kč/hod,
- masérna – 280 Kč/hod.

Podrobněji v následující tabulce:

Tabulka 4: Očekávané příjmy z investice

Služba	Cena (Kč)	Hodinová kapacita	Provozní hodiny	Obsaze-nost (%)	Denní tržby (Kč)	Roční tržby (Kč)
Bazén	90	40	12	60	25 920	8 812 800
Podvodní masáže	300	6	8	70	10 080	2 923 200
Vodoléčba	250	16	8	70	22 400	6 496 000
Parafín	300	6	8	70	10 080	2 923 200
Vířivka	150	6	8	70	5 040	1 461 600
Plynové injekce	110	6	8	70	3 696	1 071 840
Laser	220	6	8	70	7 392	2 143 680
Masérna	280	12	8	70	18 816	5 456 640
Celkem						**31 288 960**

Zdroj: Podklady Bertiny lázně

Diskontní sazba

Vzhledem k tomu, že daný projekt bude financován prostřednictvím dotace, mělo by být počítáno s diskontní sazbou 5%, která je stanovená v Metodickém pokynu pro zpracování finančního a ekonomického hodnocení projektu. Pro účely této práce bude použita diskontní sazba v podobě úrokové sazby úvěru, která po zdanění činí 1,377%.

9.3.1 Varianta bez dotace

Nyní přistoupíme k hodnocení investiční varianty, která předpokládá financování bez dotace. Nejdříve se určí provozní náklady, odpisy, dále se stanoví zisk a v poslední řadě cash flow projektu.

Provozní náklady

Lázně předpokládají, že stavba bude mít po ukončení realizace, životnost minimálně 50 let. Záruční a servisní podmínky jsou upraveny v dodavatelské smlouvě a je počítáno s poskytnutím pětileté záruky na stavbu i technologie.

Pro stanovení výše provozních nákladů je třeba znát hodnotu odpisů. Stavba, jejíž hodnota je 50 221 403 Kč, je zařazena dle Zákona o dani z příjmů č. 586/1992 Sb. v 5. odpisové skupině a technologie, v hodnotě 9 778 597 Kč, též podle Zákona o dani z příjmů č. 586/1992 Sb., v 2. odpisové skupině. Odpisuje se rovnoměrně a výše odpisů je uvedena v tabulce 5 a tabulce 6:

Tabulka 5: Daňové odpisy stavby

Rok	Výše odpisu (v Kč)
1.	703 100
2. - 30.	1 707 528

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 6: Daňové odpisy technologie

Rok	Výše odpisu (v Kč)
1.	1 075 646
2. - 5.	2 175 738

Zdroj: Vlastní výpočty

Náklady na opravy a udržování jsou vzhledem k předpokládaným záručním a servisním podmínkám zhotovitelů uvažovány až od pátého roku po ukončení realizace projektu. Nárůst těchto nákladů je vlivem opotřebování odhadován vedením lázní o 10%, každých pět let životnosti.

Na základě porovnání provozních nákladů u aktuálně provozovaných služeb, byly stanoveny odhadem náklady, související s provozem nově vybudovaných lázeňských zařízení, po ukončení fyzické realizace projektu. Například částka vodného a stočného vychází z počtu návštěv v bazénu a z počtu procedur vodoléčby. Pomocí tabulky 4 si lze u služeb bazén a vodoléčba zjistit počet procedur a návštěv. U bazénu se tedy předpokládá 97 920 návštěv za rok a u vodoléčby 25 984 procedur za rok. Jelikož je voda v bazénech měněna po každé návštěvě a je počítáno s 60 litry na návštěvu a cena za m^3 vody se pohybuje okolo 74, 87 Kč, vyjde částka 439 840 Kč. U vodoléčby se aplikuje stejný postup a vyjde hodnota 510 631 Kč. Po sečtení těchto dvou částek se dostáváme na hodnotu uvedenou v tabulce 7, tj. 950 471 Kč. Podrobněji v příloze č. 1.

Tabulka 7: Provozní náklady

Provozní náklady	**Částka (Kč)**
Spotřeba materiálu	4 000 000
Spotřeba elektrické energie	2 129 000
Vodné, stočné	950 471
Osobní náklady	4 089 680
Ostatní – propagace	1 000 000
Opravy a údržba	500 000
Odpisy	3 883 266
Celkem	**16 552 417**

Zdroj: Podklady Bertiny lázně

Ekonomický úsek nepředpokládá nárůst těchto nákladů kromě výše zmíněných oprav.

Stanovení zisku

V tabulce 8 jsou uvedeny náklady a výnosy a výsledek hospodaření (před a po zdanění) v provozní fázi. Údaje jsou uvedené za období 6 let, kompletní tabulka je pro svou velikost uvedena v příloze č. 2. V realizační fázi, tj. v roce 2014, nejsou uvažovány žádné provozní náklady spojené s projektem ani tržby z projektu, ale dojde pouze k vynaložení kapitálového výdaje. Předpokládá se, že realizace projektu proběhne během roku 2014 a od roku 2015 už bude majetek schopný plného provozu. Zisk z projektu bude tedy plynout nejdříve v prvním roce provozování. V provozní fázi budou hrazeny běžné náklady související s provozem zařízení a daň z příjmu právnických osob. Hodnoty jsou počítány pro celou dobu životnosti, tedy pro 50 let.

Podrobněji viz tabulka 8.

Tabulka 8: Výsledek hospodaření po zdanění

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 947 897	16 052 417	16 052 417	16 052 417	16 552 417	14 376 679
Provozní zisk	17 341 063	15 236 543	15 236 543	15 236 543	14 736 543	16 912 281
Daň z příjmů	3 294 802	2 894 943	2 894 943	2 894 943	2 799 943	3 213 333
Zisk po zdanění	14 046 261	12 341 600	12 341 600	12 341 600	11 936 600	13 698 948

Zdroj: Podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Hrubý provozní výsledek hospodaření se získá odečtením provozních nákladů od tržeb. Dále se z tohoto výsledku hospodaření vypočte daň z příjmu, která činí 19%. Vypočtená daň se odečte od hrubého výsledku hospodaření a tím vznikne výsledek hospodaření po zdanění, neboli také čistý zisk.

Výpočet cash flow projektu

V tabulce 8 jsme získali hodnoty výsledku hospodaření po zdanění v provozní fázi projektu. Když k němu přičteme odpisy, získáme cash flow. Tabulka 9 je opět konstruována pouze pro 6 období, kompletní tabulka je uvedena v příloze č. 3.

Tabulka 9: Cash flow

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zisk po zdanění	14 046 261	12 341 600	12 341 600	12 341 600	11 936 600	13 698 948
Odpisy	1 778 746	3 883 266	3 883 266	3 883 266	3 883 266	1 707 528
Provozní cash flow	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476

Zdroj: Podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Diskontované cash flow

Pro ekonomické hodnocení efektivnosti investic, je třeba také znát diskontovaný peněžní tok a kumulovaný diskontovaný peněžní tok. Cash flow je diskontováno k okamžiku zahájení provozu. V následující tabulce 10 je uveden peněžní tok v realizační a provozní fázi projektu. V roce 2014, jak již bylo zmíněno, dojde pouze k vynaložení investičního výdaje, příjmy se očekávají až od roku 2015, kdy bude nově vybudovaný lázeňský komplex schopný plného provozu. Celá tabulka v příloze č. 4.

Tabulka 10: Diskontované kumulované cash flow

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-75 625 000	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476
Kumulované CF	-75 625 000	-59 799 993	-43 575 127	-27 350 261	-11 125 395	4 694 470	20 100 946
Diskontované CF	-75 625 000	15 610 057	15 787 096	15 572 660	15 361 137	14 774 256	14 192 754
Kumulované dis. CF	-75 625 000	-60 014 943	-44 227 848	-28 655 187	-13 294 050	1 480 206	15 672 960

Zdroj: Podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku

Pro výpočet průměrné výnosnosti projektu je důležité znát průměrnou roční hodnotu dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně po 50 letech odepisování a roční zisk z projektu po zdanění v jednotlivých letech, který už je vypočítaný v tabulce 8 a 9.

Technologie bude zcela odepsána už po 5. roce a stavba po 30. roce. Z toho vyplývá, že zůstatková cena tohoto dlouhodobého majetku, bude nulová. Jestliže zůstatková cena dlouhodobého majetku po 50 letech činí 0, pak průměrná roční hodnota činí:

$$(60\,000\,000 + 0) / 2 = 30\,000\,000 \text{ Kč}.$$

9.3.1.1 Hodnocení pomocí ziskových kritérií

Nyní, když jsou údaje potřebné pro výpočet stanoveny, lze přistoupit k hodnocení investičního projektu pomocí ziskových kritérií.

Průměrná výnosnost projektu

Roční zisk z projektu po zdanění nalezneme v tabulce 8. Jestliže suma těchto ročních zisků činí 696 619 008 Kč, pak průměrná výnosnost projektu je:

$$V_p = 696\,619\,008 / (50 \cdot 30\,000\,000) = 46{,}4\ \%.$$

Průměrná výnosnost projektu vyšla 46,4%. Hodnota je vyšší než 0, což je pro Bertiny lázně pozitivní a z tohoto hlediska je projekt vhodný k realizaci.

Doba návratnosti

Z tabulky 10, ve které je zkonstruováno kumulované cash flow, lze vyčíst, že doba návratnosti projektu je mezi 9. a 10. rokem provozní fáze projektu, tedy mezi roky 2023 a 2024. V roce 2023 činí kumulované cash flow 66 320 373 Kč a v následujícím roce činí 81 677 843 Kč, z čehož vyplývá, že doba návratnosti se nachází někdy mezi těmito roky.

$$9 + [(75\,625\,000 - 66\,320\,373) / (81\,677\,843 - 66\,320\,373)] = 9{,}6 \text{ let}$$

Doba návratnosti udává, že daná investiční varianta se splatí za 9,6 let, přesněji za 9 let 7 měsíců a 8 dní. Podmínka podniku pro realizaci investice byla, že doba návratnosti musí být kratší než 15 let, což projekt splňuje a je vhodný k realizaci.

Diskontovaná doba návratnosti

Předchozí doba návratnosti nebrala v úvahu faktor času, proto se nyní pro srovnání dopočetla diskontovaná doba návratnosti, která je díky respektování faktoru času přesnější.

$$10 + [(75\,625\,000 - 70\,499\,488) / (83\,711\,976 - 70\,499\,488)] = 10{,}38 \text{ let}$$

Hodnoty vstupující do výpočtu, vychází z tabulky 10. Investice se při zohlednění faktoru času zaplatí mezi 10. a 11. rokem, tedy v letech 2024 a 2025. Oproti obyčejné době návratnosti se nám tato diskontovaná návratnost téměř o rok prodloužila.

Investiční projekt se v tomto případě zaplatí za 10 let 4 měsíce a 20 dní. Projekt se opět zaplatí dříve než po 15 letech, z toho vyplývá, že je vhodný k přijetí.

9.3.1.2 Hodnocení pomocí peněžních kritérií

Čistá současná hodnota

Pro výpočet jsou použity hodnoty z tabulky 10, kde součet diskontovaného cash flow činí 471 650 233 Kč. Tato hodnota je již po odečtení kapitálového výdaje.

Čistá současná hodnota ke dni výstavby činí 471 650 233 Kč. Aby byl projekt přijatelný, je potřeba, aby čistá současná hodnota vyšla větší než 0. V tomto případě je tato podmínka splněna, a proto lze říci, že z pohledu čisté současné hodnoty je tato investiční varianta vhodná k realizaci.

Vnitřní výnosové procento

Při výpočtu vnitřního výnosového procenta byly použity diskontní sazby ve výši 20% a 22%. Výsledný peněžní tok je zachycen v následujících tabulkách 11 a 12. Kompletní tabulky v příloze č. 5 a 6.

Tabulka 11: Kumulované diskontované cash flow - 22%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-75 625 000	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476
Diskontované CF	-75 625 000	12 971 317	10 900 877	8 935 145	7 323 890	5 853 339	4 672 446
Kumulované dis. CF	-75 625 000	-62 653 683	-51 752 805	-42 817 660	-35 493 770	-29 640 432	-24 967 986

Zdroj: Výpočty autora

Tabulka 12: Kumulované diskontované cash flow - 20%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-75 625 000	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476
Diskontované CF	-75 625 000	14 386 370	13 408 980	12 189 982	11 081 802	9 822 892	8 696 554
Kumulované dis. CF	-75 625 000	-61 238 630	-47 829 650	-35 639 668	-24 557 866	-14 734 974	-6 038 421

Zdroj: Výpočty autora

Při diskontní míře 22% vyšla čistá současná hodnota záporná:

$$ČSH_{22} = - 3\ 795\ 697\ Kč$$

Při diskontní míře 20% vyšla naopak čistá současná hodnota kladná:

$$ČSH_{20} = 3\ 264\ 904\ Kč$$

Nyní, když jsou naplněny podmínky pro stanovení vnitřního výnosového procenta, dosadíme do vzorečku pro jeho výpočet.

$$VVP = 20 + [3\ 264\ 904 / (3\ 264\ 904 + 3\ 795\ 697)] \cdot (22 + 20) = 39{,}4\ \%$$

Vnitřní výnosové procento vyšlo 39,4 %. Pro přijatelnost investičního projektu je potřebné, aby vnitřní výnosové procento vyšlo větší než diskontní sazba. Vnitřní výnosové procento je vyšší → projekt je z tohoto hlediska přijatelný.

Index ziskovosti

$$I_z = 471\ 650\ 233 / 75\ 625\ 000 = 6,2$$

Jak je již popsáno v teoretické části, pokud je index ziskovosti větší než 1, je projekt vhodný k realizaci. V našem případě index ziskovosti vyšel 6,2 → je větší než 1, a proto lze projekt z tohoto hlediska doporučit k realizaci.

9.3.2 Varianta s dotací

V této kapitole se bude hodnotit investiční varianta, která bude financována prostřednictvím dotace. Nejdříve se opět určí provozní náklady, odpisy, zisk a cash flow a to stejným způsobem, jako ve variantě bez dotace. Počítá se opět s dobou životnosti, která je 50 let.

Provozní náklady

Tyto provozní náklady se od předchozí varianty budou lišit pouze hodnotou odpisů. Jelikož dotace sníží pořizovací cenu majetku, je potřebné tyto odpisy přepočítat. Přepočet bude proveden pomocí koeficientu, který bude získán poměrem původní výdaj a snížený výdaj. Snížená pořizovací cena stavby tedy činí 33 480 935 Kč a u technologie činí 6 519 065 Kč.

Tabulka 13: Daňové odpisy stavby

Rok	Výše odpisu (v Kč)
1.	468 734
2. - 30.	1 138 352

Zdroj: výpočty autora

Tabulka 14: Daňové odpisy technologie

Rok	Výše odpisu (v Kč)
1.	717 098
2. - 5.	1 450 492

Zdroj: výpočty autora

Tabulka 15: Provozní náklady

Provozní náklady	**Částka (Kč)**
Spotřeba materiálu	4 000 000
Spotřeba elektrické energie	2 129 000
Vodné, stočné	950 471
Osobní náklady	4 089 680
Ostatní – propagace	1 000 000
Opravy a údržba	500 000
Odpisy	2 588 844
Celkem	**15 257 995**

Zdroj: Podklady Bertiny lázně

Stanovení zisku

V tabulce 16 jsou opět uvedeny náklady a výnosy a výsledek hospodaření (před a po zdanění) v provozní fázi. Údaje jsou opět uvedené za období 6 let, kompletní tabulka je pro svou velikost uvedena v příloze č. 7. V realizační fázi, tj. v roce 2014, nejsou uvažovány žádné provozní náklady spojené s projektem, pouze investiční výdaj zvýšený o neinvestiční výdaje, které tvoří náklady na publicitu a povinný audit, a snížený o hodnotu dotace. Celkem bude kapitálový výdaj ve výši 55 705 000 Kč. Dotace bude přijata v roce 2014. Ostatní zůstává stejné jako ve variantě bez dotace.

Tabulka 16: Výsledek hospodaření po zdanění

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 354 983	14 757 995	14 757 995	14 757 995	15 257 995	13 807 503
Provozní zisk	17 933 977	16 530 965	16 530 965	16 530 965	16 030 965	17 481 457
Daň z příjmů	3 407 456	3 140 883	3 140 883	3 140 883	3 045 883	3 321 477
Zisk po zdanění	14 526 521	13 390 082	13 390 082	13 390 082	12 985 082	14 159 980

Zdroj: Podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Hrubý provozní výsledek hospodaření se získá odečtením provozních nákladů od tržeb. Dále se z tohoto výsledku hospodaření vypočte daň z příjmu, která je opět ve výši 19%. Vypočtená daň se odečte od hrubého výsledku hospodaření a tím vznikne výsledek hospodaření po zdanění, neboli také čistý zisk.

Výpočet cash flow projektu

Z tabulky 16 jsme získali hodnoty výsledku hospodaření po zdanění. Když k němu přičteme odpisy a odečteme daň z příjmu, získáme cash flow. Tabulka 17 je opět konstruována pouze pro 6 období, kompletní hodnoty jsou uvedeny v příloze č. 8.

Tabulka 17: Cash flow

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zisk po zdanění	14 526 521	13 390 082	13 390 082	13 390 082	12 985 082	14 159 980
Odpisy	1 185 832	2 588 844	2 588 844	2 588 844	2 588 844	1 138 352
Provozní cash flow	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332

Zdroj: Podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Diskontované cash flow

V následující tabulce je uvedeno diskontované kumulované cash flow. Kompletní tabulka v příloze č. 9.

Tabulka 18: Diskontované kumulované cash flow

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-55 705 000	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332
Kumulované CF	-55 705 000	-39 992 647	-24 013 721	-8 034 795	7 944 130	23 518 056	38 816 388
Diskontované CF	-55 705 000	15 498 933	15 547 791	15 336 606	15 128 290	14 544 571	14 093 131
Kumulované dis. CF	-55 705 000	-40 206 067	-24 658 276	-9 321 669	5 806 621	20 351 192	34 444 322

Zdroj: podklady Bertiny lázně, vlastní výpočty

Průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku

Jelikož se vlivem dotace snížila pořizovací cena majetku na 40 000 000 Kč, je nutné znovu spočítat průměrnou roční hodnotu dlouhodobého majetku. Technologie bude odepsána opět po 5 letech a stavba po 30. Tzn., že zůstatková cena dlouhodobého majetku je nulová.

Jestliže zůstatková cena dlouhodobého majetku činí 0 Kč, pak průměrná roční hodnota činí (40 000 000 + 0) / 2 = 20 000 000 Kč.

9.3.2.1 Hodnocení pomocí ziskových kritérií

V této fázi opět lze přistoupit k hodnocení, ke kterému bude použita průměrná výnosnost projektu, doba návratnosti a diskontovaná doba návratnosti.

Průměrná výnosnost projektu

Roční zisk po zdanění, za jednotlivá léta životnosti projektu činí 714 420 906 Kč.

$$V_p = 714\,420\,906 / (50 \cdot 20\,000\,000) = 71{,}4\ \%$$

Průměrná výnosnost projektu vyšla 71,4 %. Pro akceptaci projektu z tohoto hlediska je důležité, aby průměrná výnosnost projektu byla větší než 0. Tato podmínka je splněna, projekt je vhodné realizovat.

Doba návratnosti

Doba návratnosti této investiční varianty je mezi 7. a 8. rokem provozní fáze projektu, tedy mezi roky 2021 a 2022.

$$7 + [(55\,705\,000 - 54\,114\,720) / (69\,413\,052 - 54\,114\,720)] = 7{,}1 \text{ let}$$

Investiční projekt se splatí za 7 let 1 měsíc a 5 dní. Podmínka podniku pro realizaci investice byla, že doba návratnosti musí být kratší než 15 let, což projekt splňuje a je vhodný k realizaci.

Diskontovaná doba návratnosti

Investice se při zohlednění faktoru času zaplatí mezi 7. a 8. rokem, tedy v letech 2021 a 2022. Oproti obyčejné době návratnosti se nám tato diskontovaná návratnost opět téměř o rok prodloužila.

$$7 + [(55\,705\,000 - 48\,346\,026) / 62\,058\,904 - 48\,346\,026)] = 7{,}5 \text{ let}$$

Investiční projekt se zaplatí za 7 let 6 měsíců a 14 dní. Projekt se opět zaplatí dříve než po 15 letech, z toho vyplývá, že je vhodný k přijetí.

9.3.2.2 Hodnocení pomocí peněžních kritérií

Čistá současná hodnota

Pro výpočet jsou použity hodnoty z tabulky 18, kde součet diskontovaného cash flow činí 489 345 693 Kč.

Čistá současná hodnota k zahájení výstavby při kapitálovém výdaji 55 705 000 Kč činí 489 345 693 Kč, je větší než 0 → tato investiční varianta je vhodná k realizaci.

Vnitřní výnosové procento

Při výpočtu vnitřního výnosového procenta bylo počítáno s diskontními sazbami 27% a 30%, přičemž u 27% vychází čistá současná hodnota kladná a u 30% záporná. Více v příloze č. 10 a 11.

Tabulka 19: Kumulované diskontované cash flow - 30%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-55 705 000	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332
Diskontované CF	-55 705 000	12 086 426	9 454 986	7 273 066	5 594 666	4 194 511	3 169 450
Kumulované dis. CF	-55 705 000	-43 618 574	-34 163 589	-26 890 523	-21 295 857	-17 101 346	-13 931 895

Zdroj: výpočty autora

Tabulka 20: Kumulované diskontované cash flow - 27%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-55 705 000	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332
Diskontované CF	-55 705 000	12 371 932	9 906 954	7 800 751	6 142 324	4 713 891	3 646 043
Kumulované dis. CF	-55 705 000	-43 333 068	-33 426 114	-25 625 364	-19 483 040	-14 769 149	-11 123 107

Zdroj: výpočty autora

Při diskontní míře 30% vychází čistá současná hodnota:

$$ČSH_{30} = - 3\ 385\ 170\ Kč$$

Při diskontní míře 27% vychází čistá současná hodnota:

$$ČSH_{27} = 2\ 354\ 339\ Kč$$

Nyní se získané hodnoty dosadí do vzorečku pro výpočet vnitřního výnosového procenta.

$$VVP = 27 + [2\ 354\ 339 / (2\ 354\ 339 + 3\ 385\ 170)] \cdot (30 + 27) = 50{,}4\ \%$$

V této variantě vyšlo vnitřní výnosové procento 50,4 %, hodnota je vyšší než diskontní sazba, projekt je v této variantě vhodný k realizaci.

Index ziskovosti

$$I_z = 489\ 345\ 693 / 55\ 705\ 000 = 8{,}8$$

Stejně jako ve variantě bez dotace vychází index ziskovosti příznivě, jeho hodnota je vyšší než 1 a opět lze z tohoto hlediska doporučit k realizaci.

9.4 Porovnání výsledků variant

V tabulce 21 nalezneme výsledky získané z předchozích výpočtů. Průměrná výnosnost projektu je v obou variantách přijatelná. Kritériem pro přijetí projektu bylo, aby se projekt splatil v období 15 let. Toto kritérium bylo opět splněno v obou variantách. U diskontované doby návratnosti se doba prodloužila v obou případech téměř o jeden rok. Jelikož diskontovaná doba návratnosti bere v úvahu faktor času, měl by podnik spíše počítat s delší dobou návratnosti.

Při použití peněžních metod byly opět získány pozitivní výsledky. Čistá současná hodnota je v obou variantách větší než 0, to znamená, že je přijatelná. U varianty s dotací činí rozdíl 17 695 460 Kč, z čehož vyplývá, že poskytnutí dotace ve výši 20 mil. Kč významně ovlivňuje výsledky ekonomického hodnocení investičního projektu. Vnitřní výnosové procento vyšlo 39,4 % a 50,4%, což znamená, že při těchto úrokových mírách

se současná hodnota peněžních příjmů z projektu rovná kapitálovým výdajům. Získané úrokové míry jsou vyšší než diskontní sazba 1,377%, proto je projekt vhodný k realizaci. Vypočtený index ziskovosti znamená, že 6,2 Kč čistého diskontovaného přínosu projektu připadá na investovanou 1Kč. Hodnoty jsou větší než 1, tudíž i podle tohoto kritéria je projekt vhodný k přijetí.

Tabulka 21: Shrnutí výsledků

	bez dotace	s dotací
Vp	46,4%	71,4%
DN	9 let 7 měsíců	7 let 1 měsíc
DDN	10 let 4 měsíce	7 let 6 měsíců
ČSH	471 650 233	489 345 693
VVP	39,4%	50,38%
Iz	6,2	8,8

Zdroj: Zpracování autora

Ze získaných hodnot vyplývá, že projekt je vhodný k realizaci v obou variantách. Jak již bylo uvedeno výše, varianta bez dotace byla zkonstruována pouze pro srovnání finanční udržitelnosti. Jelikož byla Bertiným lázním přidělena dotace, bude se realizovat druhá investiční varianta, tedy s dotací.

9.5 Hodnocení dopadů investice na finanční situaci podniku

Nyní dojde k vyhodnocení dopadů investice na finanční situaci podniku pomocí dlouhodobého finančního plánu, který bude obsahovat výkaz zisku a ztráty a rozvahy. Finanční plán bude sestaven na dobu 5 let - tj. na roky 2014 - 2018. Na základě hodnot v účetních výkazech roku 2012 budou predikovány budoucí hodnoty.

V tabulce 22 jsou zobrazeny vybrané položky rozvahy za jednotlivé roky. V další tabulce 23 jsou také vybrané položky výkazu zisku a ztráty za jednotlivá léta. Hodnoty jsou v tis. Kč.

Tabulka 22: Rozvaha s vybranými položkami pro jednotlivé roky

	2012	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva	58 339	95 353	104 333	103 914	101 016	100 022
Dlouhodobý majetek	40 351	35 741	59 218	57 540	53 720	50 105
Dlouhodobý hmotný majetek	40 057	35 711	56 416	53 188	50 176	47 153
Dlouhodobý nehmotný majetek	294	30	5 802	4 352	3 544	2 952
Oběžná aktiva	16 427	59 612	45 115	46 374	47 296	49 917
Zásoby	2 234	2 189	2 178	2 167	2 155	2 305
Pohledávky	13 218	21 615	23 451	26 221	28 206	28 156
Pasiva	58 339	95 353	104 333	103 914	101 016	100 022
Vlastní kapitál	36 872	37 695	46 901	49 482	49 345	49 301
Výsledek hospodaření	-7	830	7 083	10 704	10 663	10 623
Cizí zdroje	21 467	57 658	57 432	54 432	51 671	50 721
Krátkodobé závazky	11 466	11 512	12 316	11 559	11 582	11 605
Bankovní úvěry	7 033	43 033	42 033	40 033	37 373	32 033

Zdroj: Vlastní výpočty

Pro stanovení budoucích hodnot položek rozvahy bylo důležité znát řadu údajů. Informace o úbytcích a přírůstcích dlouhodobého majetku, včetně odpisového plánu, slouží pro stanovení hodnot dlouhodobého majetku. Oběžná aktiva byla stanovena pomocí dob obratu pohledávek, zásob. Dále byla doba obratu využita také pro predikci krátkodobých závazků v pasivech. Výsledek hospodaření byl převzat z tabulky 23, výsledek hospodaření po zdanění. Položka bankovní úvěry byla určena na základě podkladů od Bertiných lázní. V tabulce 22 jsou pouze vybrané položky potřebné pro výpočet.

Tabulka 23: Výkaz zisku a ztráty

	2012	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	154902	154 819	183 589	180 086	178 598	177 124
Provozní náklady	150905	149 251	169 103	159 716	158 266	156 830
Odpisy	3377	3 400	4 597	6 012	6 023	6 035
Provozní VH	620	2 168	9 889	14 359	14 309	14 259
Finanční výnosy	2	0	0	0	0	0
Finanční náklady	549	1 144	1 144	1 144	1 144	1 144
Finanční VH	-547	-1 144	-1 144	-1 144	-1 144	-1 144
VH před zdaněním	73	1 024	8 745	13 215	13 165	13 115
Daň	80	195	1 661	2 511	2 501	2 492
VH po zdanění	-7	830	7 083	10 704	10 663	10 623

Zdroj: Vlastní výpočty

Predikce tržeb a provozních nákladů z tabulky 23 byly určeny pomocí tempa růstu. K získaným hodnotám byly poté přičteny hodnoty tržeb a provozních nákladů plynoucích z investice. Provozní výsledek byl získán odečtením provozních nákladů a odpisů od

tržeb. Dále byl předpoklad, že v letech 2014 - 2018 nebudou lázně generovat žádné finanční výnosy. Finanční náklady byly stanoveny na základě podkladů o úvěru. Odečtením finančního výsledku hospodaření od provozního výsledku hospodaření, byl získán výsledek hospodaření před zdaněním, od kterého byla následně odečtena daň, čímž byl získán výsledek hospodaření po zdanění.

Pomocí ukazatelů, jako je celková zadluženost, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita aktiv a obrat fixních aktiv, zhodnotíme dopad investičního projektu na finanční situaci podniku. Nejdříve se vypočtou ukazatele pro jednotlivé roky, které pro přehlednost budou uvedeny v tabulce 24. Výpočet bude prováděn na základě vzorců uvedených v kapitole 8 Metodika. Na závěr dojde k shrnutí výsledků.

Tabulka 24: Hodnoty vybraných ukazatelů v jednotlivých letech

	2012	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadluženost (v %)	36,80	60,47	55,05	52,38	51,15	50,71
ROE (v %)	-0,02	2,20	15,10	21,63	21,61	21,55
ROS (v %)	0,05	0,66	4,76	7,34	7,37	7,40
Obrat fixních aktiv	3,84	4,33	2,62	2,69	2,88	3,09
Úrokové krytí	1,13	1,90	8,64	12,55	12,51	12,46

Zdroj: Vlastní výpočty

Z vypočteného ukazatele celková zadluženost lze vidět, že vlivem investice se v roce 2014 citelně zvýší zadluženost Bertiných lázní. Z 36,8 % se zvýší na 60,47 %, což je téměř jednou tolik. Zvýšení je dané tím, že bude použit úvěr ve výši 35 mil. Kč, nejedná se tedy o zanedbatelnou částku. V následujících letech se bude pohybovat okolo 50%. Dále vypočtené hodnoty celkové zadluženosti říkají, kolik finančních prostředků poskytly Bertiným lázním věřitelé.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE), jinými slovy ukazatel výnosnosti vlastního kapitálu, vyšla v roce 2012 záporná, a to z důvodu záporného výsledku hospodaření. V následujících letech, vlivem investice, rentabilita vlastního kapitálu postupně roste. Růst tohoto ukazatele mohou vlastníci hodnotit pozitivně.

Rentabilita tržeb (ROS) říká, kolik zisku připadá na jednu korunu tržeb, které podnik vyprodukoval vlastní činností. Investice tento ukazatel významně ovlivní. Z původních 0,05% se zvedne na 7,4%.

Obrat fixních aktiv neboli využití fixních aktiv udává, jak efektivně využívají Bertiny lázně svůj dlouhodobý majetek, tedy kolikrát se obrátí v tržbách za rok.

Úrokové krytí udává, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Pokud je hodnota rovna 1, znamená to, že na zaplacení úroků je potřebná celá výše zisku. V tabulce 24 lze vidět, že investice příznivě ovlivní tento ukazatel. V letech 2016 až 2018 zisk pokrývá úroky 12krát, což je oproti předchozím hodnotám pozitivní.

10 Závěr

Cílem této bakalářské práce bylo vyhodnotit efektivnost investičního projektu a jeho dopady na finanční situaci podniku. Jednalo se o investiční projekt z Bertiných lázní s. r. o., Třeboň. Projekt byl zaměřený na rozšíření lázeňské infrastruktury a to z důvodu postupné ztráty konkurenceschopnosti a poklesu tržeb, což spolu velice těsně souvisí.

V teoretické části jsem se zabývala významem tvorby investičních projektů a zároveň se snažila pochopit důležitost hodnocení těchto projektů. Po prostudování odborné literatury, jsem v kapitole Metodika nastínila postup, který jsem následně aplikovala při hodnocení projektu. Pro tvorbu praktické části jsem použila podklady získané ve spolupráci se statutárním orgánem Bertiných lázní a samotným ekonomickým úsekem a ředitelstvím lázní, na základě pravidelných konzultací.

Pro financování projektu bylo zažádáno o úvěr a dále také Bertiny lázně podaly žádost o dotaci. Z tohoto důvodu byly vypracovány dvě investiční varianty. Varianta bez dotace byla tvořena pouze pro srovnání finanční udržitelnosti, protože bez přidělení dotace by lázně nebyly schopné projekt, jen pomocí úvěru, v nejbližších letech realizovat. To znamená, že by lázně odložením realizace projektu dále klesaly v oblasti konkurenceschopnosti.

Jelikož je Třeboň známa jako městská památková rezervace, tvoří většinu lázeňských hostů převážně turisté. Po realizaci projektu se tedy předpokládá, že lázně díky modernizaci nalákají další turisty, ale samozřejmě i ostatní obyvatele města nebo okolí. Na základě vypočtených ukazatelů v praktické části se prokázalo, že obě varianty jsou realizovatelné, ale varianta s dotací generuje daleko příznivější hodnoty než varianta bez dotace.

Jelikož byla Bertiným lázním přidělena dotace, která svou výší výrazně ovlivňuje uskutečnění projektu, mohu na základě provedené analýzy doporučit projekt ve variantě s dotací k realizaci.

Poslední fází praktické části bylo zhodnotit dopad investičního projektu na finanční situaci podniku. Nejdříve byl sestaven dlouhodobý finanční plán na dobu 5 let. Pomocí vybraných ukazatelů finanční analýzy došlo k zhodnocení dopadu investice na finanční situaci podniku. Prokázalo se, že investice významně ovlivní finanční situaci Bertiných lázní. Bude ovlivněna zejména celková zadluženost, kterou se prokázalo, že investice podnik více zadluží. Významně bude investicí ovlivněna také rentabilita vlastního kapi-

tálu, která se bude zvyšovat díky zisku, plynoucím z investice. Ukazatel rentability tržeb, který představuje kolik zisku připadá na jednu korunu tržeb, se bude vlivem investice také zvyšovat, což je opět pozitivní.

Přínos této práce vidím v tom, že mi přinesla spoustu obohacujících informací týkající se daného tématu, ale také možnost uplatnit své teoretické poznatky při spolupráci s podnikem.

Summary

The aim of this study was to evaluate the effectiveness of the investment and its impact on the financial situation of the company. This project is focused on expanding the spa infrastructure in the area Berta Spa located in Třebon. The impulse for the creation of the project was the fact that the range of services of Bertiny Spa seemed to be as the weakest point of offer of wellness. Regarding the financing of the project was submitted a grant application, which was subsequently assigned. It will be financed through a loan. In connection with the facts mentioned above have been developed two investment options. The first variant was calculated without grants and only for the comparison of financial sustainability of the project. In the second option were grant included. Both two investment options were assessed using cash and profit methods which proved that the more effective option is with grant. The conclusion was also to evaluate the impact of the investment on the financial situation of the company including creation of long-term financial plan and subsequent evaluation by selected indicators. It has been proven that the investment has a significant impact on the financial situation of the company. This influence increases total debt, but will also increase the return on equity, which is positive for Bertiny Spa.

Key words: investment project efficiency, financial criteria, profit criteria, the financial impact

Seznam literatury

Brealey, M. (2002). *Principles of corporate finance* (7th ed.) New Delhi

Fišerová, E. (2013). *Abeceda účetnictví pro podnikatele : úvod do soustavy účetnictví : dlouhodobý majetek mimo finanční majetek : zásoby : cenné papíry : finanční majetek : zúčtovací vztahy : vlastní kapitál : dlouhodobé závazky, úvěry, odložená daň a rezervy : náklady a výnosy : účetní závěrka : účetní a daňová soustava : mezinárodní standardy účetního výkaznictví, mezinárodní účetní standardy* (11th ed.). Olomouc: ANAG.

Fotr, J. & Souček, I. (2005). *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování.* Praha: Grada.

Freiberg, F. (2007). *Financování podniku.* Praha: Nakladatelství ČVUT.

Grünwald, R. & Holečková, J. (2007). *Finanční analýza a plánování podniku.* Praha: Ekopress.

Hrdý, M. & Horová, M. (2009). *Finance podniku.* Praha: Wolters Kluwer Česká republika.

Kislingerová, E. (2007). *Manažerské finance* (2nd ed.). Praha: C.H. Beck.

Marek, P. (2009). *Studijní průvodce financemi podniku* (2nd ed.). Praha: Ekopress.

Máče, M. (2006). *Finanční analýza investičních projektů: praktické příklady a použití.* Praha: Grada.

Pelc, V. (2011). *Daňové odpisy: strategie pro podnikatelskou praxi firem podnikatelů.* Praha: C.H. Beck.

Polách, J. (2012). *Reálné a finanční investice.* Praha: C.H. Beck.

Režňáková, M. (2012). *Efektivní financování rozvoje podnikání: praktické příklady a použití.* Praha: Grada.

Scholleová, H. (2008). *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy.* Praha: Grada.

Strouhal, J (2010). *Účetnictví : velká kniha příkladů : přechod z daňové evidence na účetnictví : účtování majetku, závazků a vlastního kapitálu : výpočet a zaúčtování splatné a odložené daně : sestavení účetní závěrky a její ověření : finanční analýza : vyhodnocení efektivnosti investic : manažerské účetnictví v kostce*. Brno: Computer press.

Synek, M. (2006). *Podniková ekonomika* (4th ed.). Praha: C.H. Beck.

Synek, M. (2003). *Manažerská ekonomika* (3rd ed.). Praha: Grada.

Šulista, M., Nýdl, V. & Moore, G. (2008). *Úvod do finanční a pojistné matematiky* (2nd ed.). České Budějovice: Jihočeská univerzita.

Učeň, P. (2008). *Zvyšování výkonnosti firmy na bázi potenciálu zlepšení.* Praha: Grada.

Valach, J. (2010). *Investiční rozhodovaní a dlouhodobé financování* (3rd ed.). Praha: Ekopress.

Zinecker, M. (2006). *Finanční řízení podniku.* Brno: Akademické nakladatelství CERM.

Seznam tabulek a obrázků

Tabulka 1: Zdroje financování 23
Tabulka 2: Účtování dotací 26
Tabulka 3: Kapitálový výdaj 37
Tabulka 4: Očekávané příjmy z investice 38
Tabulka 5: Daňové odpisy stavby 39
Tabulka 6: Daňové odpisy technologie 39
Tabulka 7: Provozní náklady 40
Tabulka 8: Výsledek hospodaření po zdanění 40
Tabulka 9: Cash flow 41
Tabulka 10: Diskontované kumulované cash flow 41
Tabulka 11: Kumulované diskontované cash flow - 22% 43
Tabulka 12: Kumulované diskontované cash flow - 20% 43
Tabulka 13: Daňové odpisy stavby 44
Tabulka 14: Daňové odpisy technologie 44
Tabulka 15: Provozní náklady 45
Tabulka 16: Výsledek hospodaření po zdanění 45
Tabulka 17: Cash flow 46
Tabulka 18: Diskontované kumulované cash flow 46
Tabulka 19: Kumulované diskontované cash flow - 30% 47
Tabulka 20: Kumulované diskontované cash flow - 27% 48
Tabulka 21: Shrnutí výsledků 49
Tabulka 22: Rozvaha s vybranými položkami pro jednotlivé roky 50
Tabulka 23: Výkaz zisku a ztráty 50
Tabulka 24: Hodnoty vybraných ukazatelů v jednotlivých letech 51

Obrázek 1: Investorský trojúhelník 8

Seznam příloh

Příloha 1: Vodné, stočné

Příloha 2: Výsledek hospodaření po zdanění

Příloha 3: Cash flow

Příloha 4: Diskontované kumulované cash flow

Příloha 5: Kumulované diskontované cash flow - 22%

Příloha 6: Kumulované diskontované cash flow - 20%

Příloha 7: Výsledek hospodaření po zdanění

Příloha 8: Cash flow

Příloha 9: Diskontované kumulované cash flow

Příloha 10: Kumulované diskontované cash flow - 30%

Příloha 11: Kumulované diskontované cash flow - 27%

Příloha 1

Počty návštěv v bazénu	97 920
Voda (v m^3)	5 875
Vodné, stočné (v Kč)	439 840
Počty procedur	45 472
Voda (v m3)	6 821
Vodné, stočné (v Kč)	510 631
Celkem vodné, stočné (v Kč)	950 471

Příloha 2

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 947 897	16 052 417	16 052 417	16 052 417	16 552 417	14 376 679	14 376 679
Provozní zisk	17 341 063	15 236 543	15 236 543	15 236 543	14 736 543	16 912 281	16 912 281
Daň z příjmů	3 294 802	2 894 943	2 894 943	2 894 943	2 799 943	3 213 333	3 213 333
Zisk po zdanění	14 046 261	12 341 600	12 341 600	12 341 600	11 936 600	13 698 948	13 698 948

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	14 376 679	14 376 679	14 437 179	14 437 179	14 437 179	14 437 179	14 437 179
Provozní zisk	16 912 281	16 912 281	16 851 781	16 851 781	16 851 781	16 851 781	16 851 781
Daň z příjmů	3 213 333	3 213 333	3 201 838	3 201 838	3 201 838	3 201 838	3 201 838
Zisk po zdanění	13 698 948	13 698 948	13 649 943	13 649 943	13 649 943	13 649 943	13 649 943

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	14 503 729	14 503 729	14 503 729	14 503 729	14 503 729	14 576 934	14 576 934
Provozní zisk	16 785 231	16 785 231	16 785 231	16 785 231	16 785 231	16 712 026	16 712 026
Daň z příjmů	3 189 194	3 189 194	3 189 194	3 189 194	3 189 194	3 175 285	3 175 285
Zisk po zdanění	13 596 037	13 596 037	13 596 037	13 596 037	13 596 037	13 536 741	13 536 741

	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	14 576 934	14 576 934	14 576 934	14 657 460	14 657 460	14 657 460	14 657 460
Provozní zisk	16 712 026	16 712 026	16 712 026	16 631 500	16 631 500	16 631 500	16 631 500
Daň z příjmů	3 175 285	3 175 285	3 175 285	3 159 985	3 159 985	3 159 985	3 159 985
Zisk po zdanění	13 536 741	13 536 741	13 536 741	13 471 515	13 471 515	13 471 515	13 471 515

	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	14 657 460	13 038 510	13 038 510	13 038 510	13 038 510	13 038 510	13 135 946
Provozní zisk	16 631 500	18 250 450	18 250 450	18 250 450	18 250 450	18 250 450	18 153 014
Daň z příjmů	3 159 985	3 467 586	3 467 586	3 467 586	3 467 586	3 467 586	3 449 073
Zisk po zdanění	13 471 515	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 703 941

	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 135 946	13 135 946	13 135 946	13 135 946	13 243 126	13 243 126	13 243 126
Provozní zisk	18 153 014	18 153 014	18 153 014	18 153 014	18 045 834	18 045 834	18 045 834
Daň z příjmů	3 449 073	3 449 073	3 449 073	3 449 073	3 428 708	3 428 708	3 428 708
Zisk po zdanění	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 617 126	14 617 126	14 617 126

	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 243 126	13 243 126	13 361 024	13 361 024	13 361 024	13 361 024	13 361 024
Provozní zisk	18 045 834	18 045 834	17 927 936	17 927 936	17 927 936	17 927 936	17 927 936
Daň z příjmů	3 428 708	3 428 708	3 406 308	3 406 308	3 406 308	3 406 308	3 406 308
Zisk po zdanění	14 617 126	14 617 126	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628

	2064
Tržby	31 288 960
Provozní náklady	13 490 712
Provozní zisk	17 798 248
Daň z příjmů	3 381 667
Zisk po zdanění	14 416 581

Příloha 3

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zisk po zdanění	14 046 261	12 341 600	12 341 600	12 341 600	11 936 600	13 698 948	13 698 948
Odpisy	1 778 746	3 883 266	3 883 266	3 883 266	3 883 266	1 707 528	1 707 528
Provozní cash flow	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476	15 406 476

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Zisk po zdanění	13 698 948	13 698 948	13 649 943	13 649 943	13 649 943	13 649 943	13 649 943
Odpisy	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528
Provozní cash flow	15 406 476	15 406 476	15 357 471	15 357 471	15 357 471	15 357 471	15 357 471

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Zisk po zdanění	13 596 037	13 596 037	13 596 037	13 596 037	13 596 037	13 536 741	13 536 741
Odpisy	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528
Provozní cash flow	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 244 269	15 244 269

	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Zisk po zdanění	13 536 741	13 536 741	13 536 741	13 471 515	13 471 515	13 471 515	13 471 515
Odpisy	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528	1 707 528
Provozní cash flow	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 179 043	15 179 043	15 179 043	15 179 043

	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049
Zisk po zdanění	13 471 515	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 703 941
Odpisy	1 707 528	1 707 528	0	0	0	0	0
Provozní cash flow	15 179 043	16 490 393	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 703 941

	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056
Zisk po zdanění	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 617 126	14 617 126	14 617 126
Odpisy	0	0	0	0	0	0	0
Provozní cash flow	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 617 126	14 617 126	14 617 126

	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063
Zisk po zdanění	14 617 126	14 617 126	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628
Odpisy	0	0	0	0	0	0	0
Provozní cash flow	14 617 126	14 617 126	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628

	2064
Zisk po zdanění	14 416 581
Odpisy	0
Provozní cash flow	14 416 581

Příloha 4

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-75 625 000	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476
Kumulované CF	-75 625 000	-59 799 993	-43 575 127	-27 350 261	-11 125 395	4 694 470	20 100 946
Diskontované CF	-75 625 000	15 610 057	15 787 096	15 572 660	15 361 137	14 774 256	14 192 754
Kumulované dis. CF	-75 625 000	-60 014 943	-44 227 848	-28 655 187	-13 294 050	1 480 206	15 672 960

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cash flow	15 406 476	15 406 476	15 406 476	15 357 471	15 357 471	15 357 471	15 357 471
Kumulované CF	35 507 422	50 913 897	66 320 373	81 677 843	97 035 314	112 392 785	127 750 255
Diskontované CF	13 999 975	13 809 814	13 622 235	13 394 464	13 212 528	13 033 062	12 856 035
Kumulované dis. CF	29 672 935	43 482 749	57 104 984	70 499 448	83 711 976	96 745 038	109 601 073

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cash flow	15 357 471	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 244 269
Kumulované CF	143 107 726	158 411 291	173 714 856	189 018 421	204 321 986	219 625 551	234 869 820
Diskontované CF	12 681 412	12 465 253	12 295 938	12 128 922	11 964 176	11 801 667	11 596 259
Kumulované dis. CF	122 282 485	134 747 737	147 043 675	159 172 597	171 136 773	182 938 440	194 534 699

	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Cash flow	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 179 043	15 179 043	15 179 043
Kumulované CF	250 114 090	265 358 359	280 602 628	295 846 897	311 025 940	326 204 983	341 384 026
Diskontované CF	11 438 747	11 283 375	11 130 114	10 978 934	10 783 469	10 636 998	10 492 516
Kumulované dis. CF	205 973 446	217 256 821	228 386 935	239 365 868	250 149 338	260 786 336	271 278 852

	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Cash flow	15 179 043	15 179 043	16 490 393	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865
Kumulované CF	356 563 069	371 742 112	388 232 504	403 015 369	417 798 233	432 581 098	447 363 962
Diskontované CF	10 349 997	10 209 413	10 940 771	9 674 669	9 543 258	9 413 632	9 285 767
Kumulované dis. CF	281 628 848	291 838 261	302 779 032	312 453 701	321 996 959	331 410 592	340 696 359

	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Cash flow	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 617 126	14 617 126
Kumulované CF	462 067 904	476 771 845	491 475 786	506 179 728	520 883 669	535 500 794	550 117 920
Diskontované CF	9 110 737	8 986 987	8 864 917	8 744 505	8 625 729	8 458 329	8 343 440
Kumulované dis. CF	349 807 096	358 794 083	367 659 000	376 403 505	385 029 233	393 487 562	401 831 002

	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Cash flow	14 617 126	14 617 126	14 617 126	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628
Kumulované CF	564 735 046	579 352 171	593 969 297	608 490 925	623 012 553	637 534 181	652 055 809
Diskontované CF	8 230 111	8 118 322	8 008 051	7 847 670	7 741 075	7 635 929	7 532 210
Kumulované dis. CF	410 061 113	418 179 435	426 187 486	434 035 155	441 776 231	449 412 159	456 944 369

	2063
Cash flow	14 521 628
Kumulované CF	666 577 437
Diskontované CF	7 429 900
Kumulované dis. CF	464 374 270

Příloha 5

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-75 625 000	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476
Diskontované CF	-75 625 000	12 971 317	10 900 877	8 935 145	7 323 890	5 853 339	4 672 446
Kumulované disk. CF	-75 625 000	-62 653 683	-51 752 805	-42 817 660	-35 493 770	-29 640 432	-24 967 986

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cash flow	15 406 476	15 406 476	15 406 476	15 357 471	15 357 471	15 357 471	15 357 471
Diskontované CF	3 829 874	3 139 241	2 573 148	2 102 429	1 723 303	1 412 543	1 157 822
Kumulované disk. CF	-21 138 112	-17 998 871	-15 425 722	-13 323 293	-11 599 990	-10 187 447	-9 029 625

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cash flow	15 357 471	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 244 269
Diskontované CF	949 035	775 167	635 383	520 805	426 890	349 910	285 700
Kumulované disk. CF	-8 080 590	-7 305 424	-6 670 041	-6 149 236	-5 722 346	-5 372 436	-5 086 736

	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Cash flow	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 179 043	15 179 043	15 179 043
Diskontované CF	234 180	191 951	157 337	128 965	105 256	86 276	70 718
Kumulované disk. CF	-4 852 556	-4 660 605	-4 503 268	-4 374 304	-4 269 047	-4 182 772	-4 112 054

	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Cash flow	15 179 043	15 179 043	16 490 393	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865
Diskontované CF	57 965	47 513	42 309	31 089	25 483	20 887	17 121
Kumulované disk. CF	-4 054 088	-4 006 576	-3 964 266	-3 933 178	-3 907 695	-3 886 808	-3 869 687

	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Cash flow	14 782 865	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 617 126
Diskontované CF	17 121	13 959	11 441	9 378	7 687	6 301	5 134
Kumulované disk. CF	-3 869 687	-3 855 728	-3 844 287	-3 834 909	-3 827 221	-3 820 921	-3 815 786

	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Cash flow	14 617 126	14 617 126	14 617 126	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628
Diskontované CF	3 449	2 827	2 318	1 887	1 547	1 268	1 039
Kumulované disk. CF	-3 808 129	-3 805 301	-3 802 984	-3 801 097	-3 799 550	-3 798 282	-3 797 242

	2063
Cash flow	14 521 628
Diskontované CF	852
Kumulované disk. CF	-3 796 390

Příloha 6

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-75 625 000	15 825 007	16 224 866	16 224 866	16 224 866	15 819 866	15 406 476
Diskontované CF	-75 625 000	13 187 506	11 267 268	9 389 390	7 824 492	6 357 649	5 159 598
Kumulované disk. CF	-75 625 000	-62 437 494	-51 170 226	-41 780 836	-33 956 345	-27 598 695	-22 439 098

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cash flow	15 406 476	15 406 476	15 406 476	15 357 471	15 357 471	15 357 471	15 357 471
Diskontované CF	4 299 665	3 583 054	2 985 878	2 480 317	2 066 931	1 722 443	1 435 369
Kumulované disk. CF	-18 139 433	-14 556 379	-11 570 501	-9 090 184	-7 023 253	-5 300 810	-3 865 442

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cash flow	15 357 471	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 303 565	15 244 269
Diskontované CF	1 196 141	993 285	827 738	689 781	574 818	479 015	397 632
Kumulované disk. CF	-2 669 301	-1 676 016	-848 278	-158 497	416 321	895 336	1 292 968

	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Cash flow	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 244 269	15 179 043	15 179 043	15 179 043
Diskontované CF	331 360	276 134	230 111	191 759	159 116	132 596	110 497
Kumulované disk. CF	1 624 328	1 900 462	2 130 573	2 322 332	2 481 448	2 614 045	2 724 542

	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Cash flow	15 179 043	15 179 043	16 490 393	14 782 865	14 782 865	14 782 865	14 782 865
Diskontované CF	92 081	76 734	69 469	51 897	43 247	36 039	30 033
Kumulované disk. CF	2 816 623	2 893 357	2 962 826	3 014 723	3 057 970	3 094 010	3 124 042

	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Cash flow	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 703 941	14 617 126	14 617 126
Diskontované CF	24 894	20 745	17 287	14 406	12 005	9 945	8 288
Kumulované disk. CF	3 148 936	3 169 681	3 186 968	3 201 374	3 213 379	3 223 325	3 231 612

	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Cash flow	14 617 126	14 617 126	14 617 126	14 521 628	14 521 628	14 521 628	14 521 628
Diskontované CF	6 906	5 755	4 796	3 971	3 309	2 757	2 298
Kumulované disk. CF	3 238 519	3 244 274	3 249 070	3 253 041	3 256 349	3 259 107	3 261 405

	2063
Cash flow	14 521 628
Diskontované CF	1 915
Kumulované disk. CF	3 263 320

Příloha 7

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 354 983	14 757 995	14 757 995	14 757 995	15 257 995	13 807 503	13 807 503
Provozní zisk	17 933 977	16 530 965	16 530 965	16 530 965	16 030 965	17 481 457	17 481 457
Daň z příjmů	3 407 456	3 140 883	3 140 883	3 140 883	3 045 883	3 321 477	3 321 477
Zisk po zdanění	14 526 521	13 390 082	13 390 082	13 390 082	12 985 082	14 159 980	14 159 980

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 807 503	13 807 503	13 857 503	13 857 503	13 857 503	13 857 503	13 857 503
Provozní zisk	17 481 457	17 481 457	17 431 457	17 431 457	17 431 457	17 431 457	17 431 457
Daň z příjmů	3 321 477	3 321 477	3 311 977	3 311 977	3 311 977	3 311 977	3 311 977
Zisk po zdanění	14 159 980	14 159 980	14 119 480	14 119 480	14 119 480	14 119 480	14 119 480

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 912 503	13 912 503	13 912 503	13 912 503	13 912 503	13 973 003	13 973 003
Provozní zisk	17 376 457	17 376 457	17 376 457	17 376 457	17 376 457	17 315 957	17 315 957
Daň z příjmů	3 301 527	3 301 527	3 301 527	3 301 527	3 301 527	3 290 032	3 290 032
Zisk po zdanění	14 074 930	14 074 930	14 074 930	14 074 930	14 074 930	14 025 925	14 025 925

	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 973 003	13 973 003	13 973 003	14 039 553	14 039 553	14 039 553	14 039 553
Provozní zisk	17 315 957	17 315 957	17 315 957	17 249 407	17 249 407	17 249 407	17 249 407
Daň z příjmů	3 290 032	3 290 032	3 290 032	3 277 387	3 277 387	3 277 387	3 277 387
Zisk po zdanění	14 025 925	14 025 925	14 025 925	13 972 020	13 972 020	13 972 020	13 972 020

	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	14 039 553	12 974 406	12 974 406	12 974 406	12 974 406	12 974 406	13 054 932
Provozní zisk	17 249 407	18 314 554	18 314 554	18 314 554	18 314 554	18 314 554	18 234 028
Daň z příjmů	3 277 387	3 479 765	3 479 765	3 479 765	3 479 765	3 479 765	3 464 465
Zisk po zdanění	13 972 020	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 769 563

	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 054 932	13 054 932	13 054 932	13 054 932	13 143 510	13 143 510	13 143 510
Provozní zisk	18 234 028	18 234 028	18 234 028	18 234 028	18 145 450	18 145 450	18 145 450
Daň z příjmů	3 464 465	3 464 465	3 464 465	3 464 465	3 447 636	3 447 636	3 447 636
Zisk po zdanění	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 697 815	14 697 815	14 697 815

	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063
Tržby	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960	31 288 960
Provozní náklady	13 143 510	13 143 510	13 240 946	13 240 946	13 240 946	13 240 946	13 240 946
Provozní zisk	18 145 450	18 145 450	18 048 014	18 048 014	18 048 014	18 048 014	18 048 014
Daň z příjmů	3 447 636	3 447 636	3 429 123	3 429 123	3 429 123	3 429 123	3 429 123
Zisk po zdanění	14 697 815	14 697 815	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891

	2064
Tržby	31 288 960
Provozní náklady	13 348 126
Provozní zisk	17 940 834
Daň z příjmů	3 408 758
Zisk po zdanění	14 532 076

Příloha 8

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zisk po zdanění	14 526 521	13 390 082	13 390 082	13 390 082	12 985 082	14 159 980	14 159 980
Odpisy	1 185 832	2 588 844	2 588 844	2 588 844	2 588 844	1 138 352	1 138 352
Provozní cash flow	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332	15 298 332

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Zisk po zdanění	14 159 980	14 159 980	14 119 480	14 119 480	14 119 480	14 119 480	14 119 480
Odpisy	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352
Provozní cash flow	15 298 332	15 298 332	15 257 832	15 257 832	15 257 832	15 257 832	15 257 832

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Zisk po zdanění	14 074 930	14 074 930	14 074 930	14 074 930	14 074 930	14 025 925	14 025 925
Odpisy	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352
Provozní cash flow	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 164 277	15 164 277

	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Zisk po zdanění	14 025 925	14 025 925	14 025 925	13 972 020	13 972 020	13 972 020	13 972 020
Odpisy	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352	1 138 352
Provozní cash flow	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 110 372	15 110 372	15 110 372	15 110 372

	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049
Zisk po zdanění	13 972 020	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 769 563
Odpisy	1 138 352	1 138 352	0	0	0	0	0
Provozní cash flow	15 110 372	15 973 141	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 769 563

	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056
Zisk po zdanění	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 697 815	14 697 815	14 697 815
Odpisy	0	0	0	0	0	0	0
Provozní cash flow	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 697 815	14 697 815	14 697 815

	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063
Zisk po zdanění	14 697 815	14 697 815	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891
Odpisy	0	0	0	0	0	0	0
Provozní cash flow	14 697 815	14 697 815	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891

	2064
Zisk po zdanění	14 532 076
Odpisy	0
Provozní cash flow	14 532 076

Příloha 9

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-55 705 000	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332
Kumulované CF	-55 705 000	-39 992 647	-24 013 721	-8 034 795	7 944 130	23 518 056	38 816 388
Diskontované CF	-55 705 000	15 498 933	15 547 791	15 336 606	15 128 290	14 544 571	14 093 131
Kumulované dis. CF	-55 705 000	-40 206 067	-24 658 276	-9 321 669	5 806 621	20 351 192	34 444 322

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cash flow	15 298 332	15 298 332	15 298 332	15 257 832	15 257 832	15 257 832	15 257 832
Kumulované CF	54 114 720	69 413 052	84 711 385	99 969 217	115 227 049	130 484 881	145 742 713
Diskontované CF	13 901 704	13 712 878	13 526 616	13 307 561	13 126 805	12 948 504	12 772 625
Kumulované dis. CF	48 346 026	62 058 904	75 585 520	88 893 082	102 019 887	114 968 392	127 741 017

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cash flow	15 257 832	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 164 277
Kumulované CF	161 000 546	176 213 828	191 427 110	206 640 392	221 853 674	237 066 956	252 231 234
Diskontované CF	12 599 135	12 391 714	12 223 398	12 057 368	11 893 593	11 732 043	11 535 409
Kumulované dis. CF	140 340 153	152 731 867	164 955 265	177 012 633	188 906 226	200 638 270	212 173 679

	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Cash flow	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 110 372	15 110 372	15 110 372
Kumulované CF	267 395 511	282 559 788	297 724 065	312 888 342	327 998 714	343 109 086	358 219 457
Diskontované CF	11 378 724	11 224 167	11 071 710	10 921 323	10 734 684	10 588 875	10 445 047
Kumulované dis. CF	223 552 403	234 776 571	245 848 281	256 769 604	267 504 288	278 093 163	288 538 210

	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Cash flow	15 110 372	15 110 372	15 973 141	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789
Kumulované CF	373 329 829	388 440 201	404 413 341	419 248 130	434 082 919	448 917 708	463 752 496
Diskontované CF	10 303 172	10 163 225	10 597 594	9 708 651	9 576 778	9 446 697	9 318 383
Kumulované dis. CF	298 841 383	309 004 607	319 602 201	329 310 852	338 887 630	348 334 327	357 652 711

	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Cash flow	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 697 815	14 697 815
Kumulované CF	478 522 059	493 291 622	508 061 184	522 830 747	537 600 310	552 298 124	566 995 939
Diskontované CF	9 151 397	9 027 094	8 904 479	8 783 530	8 664 224	8 505 020	8 389 497
Kumulované dis. CF	366 804 108	375 831 202	384 735 681	393 519 212	402 183 435	410 688 456	419 077 953

	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Cash flow	14 697 815	14 697 815	14 697 815	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891
Kumulované CF	581 693 753	596 391 568	611 089 382	625 708 273	640 327 165	654 946 056	669 564 948
Diskontované CF	8 275 543	8 163 136	8 052 257	7 900 232	7 792 924	7 687 073	7 582 659
Kumulované dis. CF	427 353 495	435 516 632	443 568 888	451 469 120	459 262 044	466 949 117	474 531 776

	2063
Cash flow	14 618 891
Kumulované CF	684 183 839
Diskontované CF	7 479 664
Kumulované dis. CF	482 011 440

Příloha 10

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-55 705 000	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332
Diskontované CF	-55 705 000	12 086 426	9 454 986	7 273 066	5 594 666	4 194 511	3 169 450
Kumulované disk. CF	-55 705 000	-43 618 574	-34 163 589	-26 890 523	-21 295 857	-17 101 346	-13 931 895

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cash flow	15 298 332	15 298 332	15 298 332	15 257 832	15 257 832	15 257 832	15 257 832
Diskontované CF	2 438 039	1 875 414	1 442 627	1 106 775	851 365	654 896	503 766
Kumulované disk. CF	-11 493 857	-9 618 442	-8 175 816	-7 069 041	-6 217 675	-5 562 779	-5 059 012

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cash flow	15 257 832	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 164 277
Diskontované CF	387 513	297 216	228 628	175 868	135 283	104 064	79 791
Kumulované disk. CF	-4 671 500	-4 374 283	-4 145 656	-3 969 788	-3 834 505	-3 730 441	-3 650 650

	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Cash flow	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 110 372	15 110 372	15 110 372
Diskontované CF	61 378	47 214	36 318	27 937	21 414	16 472	12 671
Kumulované disk. CF	-3 589 272	-3 542 059	-3 505 741	-3 477 803	-3 456 390	-3 439 918	-3 427 247

	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Cash flow	15 110 372	15 110 372	15 973 141	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789
Diskontované CF	9 747	7 498	6 097	4 355	3 350	2 577	1 982
Kumulované disk. CF	-3 417 500	-3 410 003	-3 403 906	-3 399 550	-3 396 200	-3 393 623	-3 391 640

	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Cash flow	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 697 815	14 697 815
Diskontované CF	1 518	1 168	898	691	532	407	313
Kumulované disk. CF	-3 390 122	-3 388 954	-3 388 056	-3 387 365	-3 386 833	-3 386 426	-3 386 113

	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Cash flow	14 697 815	14 697 815	14 697 815	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891
Diskontované CF	241	185	142	109	84	65	50
Kumulované disk. CF	-3 385 872	-3 385 687	-3 385 545	-3 385 436	-3 385 352	-3 385 287	-3 385 238

	2063
Cash flow	14 618 891
Diskontované CF	38
Kumulované disk. CF	-3 385 200

Příloha 11

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow	-55 705 000	15 712 353	15 978 926	15 978 926	15 978 926	15 573 926	15 298 332
Diskontované CF	-55 705 000	12 371 932	9 906 954	7 800 751	6 142 324	4 713 891	3 646 043
Kumulované disk. CF	-55 705 000	-43 333 068	-33 426 114	-25 625 364	-19 483 040	-14 769 149	-11 123 107

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cash flow	15 298 332	15 298 332	15 298 332	15 257 832	15 257 832	15 257 832	15 257 832
Diskontované CF	2 870 900	2 260 551	1 779 961	1 397 834	1 100 657	866 659	682 409
Kumulované disk. CF	-8 252 207	-5 991 656	-4 211 694	-2 813 860	-1 713 203	-846 545	-164 136

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cash flow	15 257 832	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 213 282	15 164 277
Diskontované CF	537 330	421 859	332 172	261 553	205 947	162 163	127 276
Kumulované disk. CF	373 194	795 052	1 127 225	1 388 778	1 594 725	1 756 888	1 884 164

	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Cash flow	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 164 277	15 110 372	15 110 372	15 110 372
Diskontované CF	100 218	78 911	62 135	48 925	38 387	30 226	23 800
Kumulované disk. CF	1 984 382	2 063 293	2 125 428	2 174 353	2 212 740	2 242 966	2 266 766

	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Cash flow	15 110 372	15 110 372	15 973 141	14 834 789	14 834 789	14 834 789	14 834 789
Diskontované CF	18 740	14 756	12 282	8 982	7 072	5 569	4 385
Kumulované disk. CF	2 285 506	2 300 262	2 312 544	2 321 526	2 328 598	2 334 167	2 338 552

	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Cash flow	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 769 563	14 697 815	14 697 815
Diskontované CF	3 437	2 707	2 131	1 678	1 321	1 035	815
Kumulované disk. CF	2 341 989	2 344 696	2 346 827	2 348 505	2 349 827	2 350 862	2 351 677

	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062
Cash flow	14 697 815	14 697 815	14 697 815	14 618 891	14 618 891	14 618 891	14 618 891
Diskontované CF	642	505	398	312	245	193	152
Kumulované disk. CF	2 352 319	2 352 825	2 353 223	2 353 534	2 353 780	2 353 973	2 354 125

	2063
Cash flow	14 618 891
Diskontované CF	120
Kumulované disk. CF	2 354 245