

PE 301 Podniková ekonomika 2

Garant: Eva KISLINGEROVÁ

◆ Téma Finanční plánování

Eva Kislíngerová

Finanční plán

- ◆ Rozvaha, výkaz zisků a ztrát, CF, poměrové ukazatele, Altman

Z toho:

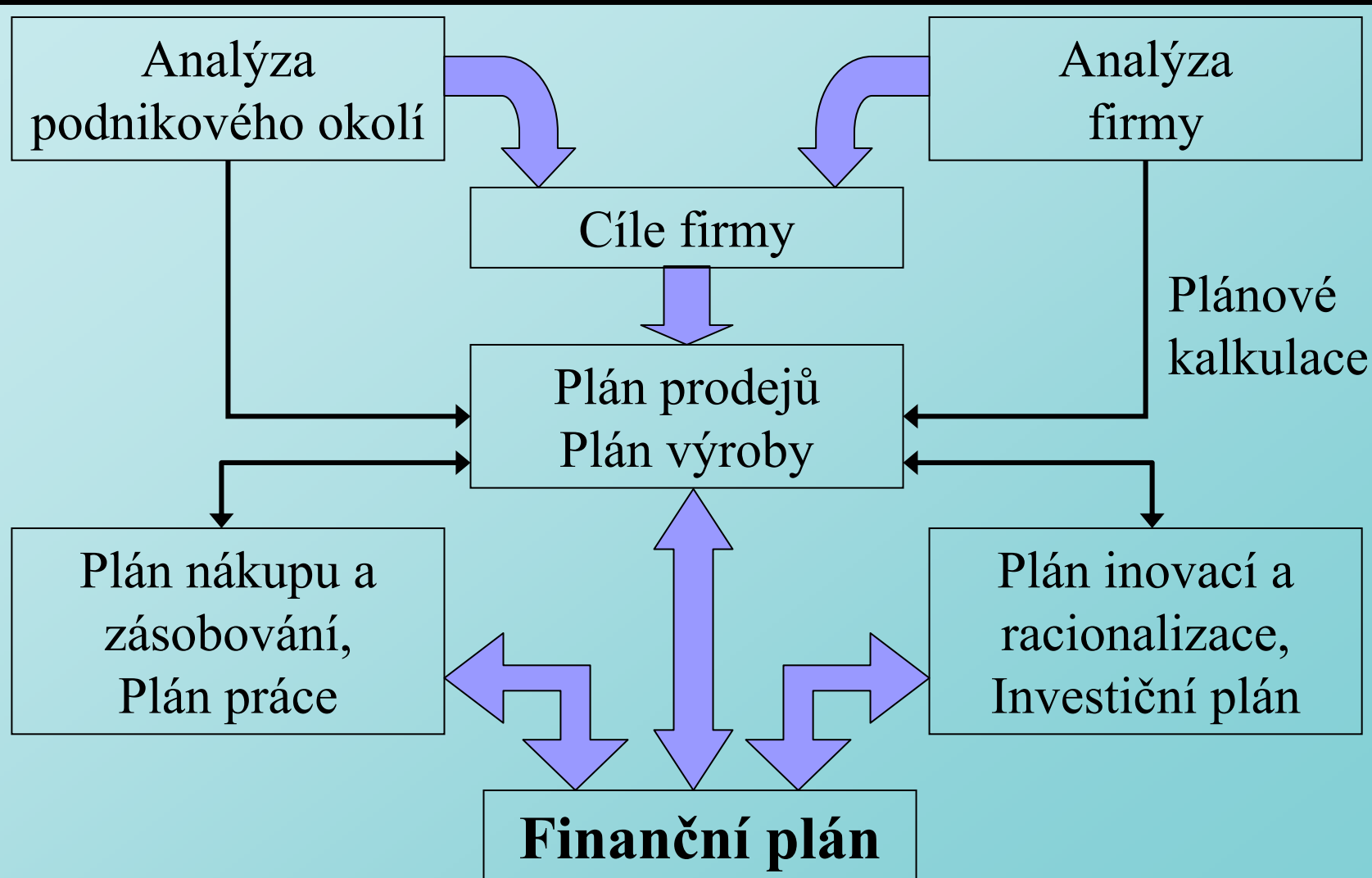
Tržby a provozní zisková marže

Pracovní kapitál

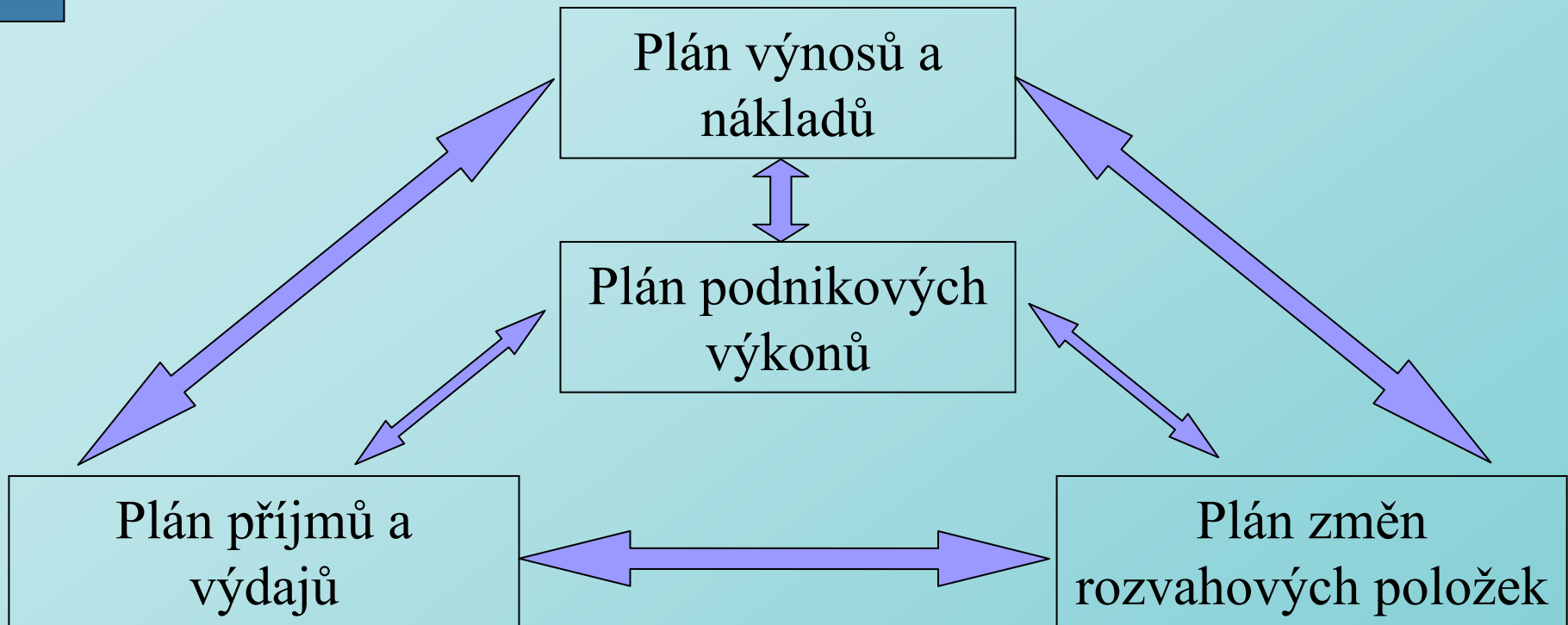
Investice

Obecné (inflace, ekonomické, daně, ...) a specifické předpoklady

Proces tvorby plánu



Integrovaný bilanční systém plánování



$$\text{Plánované cash flow} = \text{Plánovaný zisk} - \text{Plánované změny majetku} + \text{Plánované změny finančních zdrojů}$$

Plánování aktiv

Plán stálých aktiv

Investiční program (plán)

- hmotný a nehmotný investiční majetek
- finanční investice

Příprava a hodnocení investičních projektů

Plán oběžných aktiv

- zásoby
- pohledávky
- finanční majetek

Procentní metoda, Regresní metoda, Plánování ukazatelů obratu (aktivity)

Plánování pasiv

Dlouhodobý kapitál (dlouhodobé závazky)

- Vlastní kapitál (vlastní jmění)
 - navýšení základního kapitálu
 - zadržení zisku
 - subvence a dary
- Dlouhodobý cizí kapitál
 - dlouhodobé úvěry
 - dluhopisy (obligace)
 - ostatní dlouhodobé závazky
 - rezervy

Krátkodobý cizí kapitál

- krátkodobé závazky
- běžné bankovní úvěry a výpomoci

Rozdělení zisku

Zisk po zdanění (hospodářský výsledek za účetní období)

Dotace fondů (rezervní fond, statutární fondy)

Dividendy a podíly na zisku

Nerozdělený zisk

Základna daně z příjmu

Odčitatelné položky

- ◆ výnosy zdaněné zvláštní sazbou přímo u zdroje
- ◆ ztráta z minulých let
- ◆ podíl vstupní ceny hmotného investičního majetku odpisových skupin 1, 2, 3,

Přičitatelné položky

- ◆ náklady na reprezentaci
- ◆ odměny členům orgánů společnosti
- ◆ kladný rozdíl účetních a daňových odpisů aj.

Slevy na dani

- ◆ zaměstnanci se změněnou pracovní schopností (9.000 Kč / prac., 32.000 Kč / prac.)
- ◆ polovina daně z dividend sražená ve zdaňovacím období

Postup plánování pasiv

1. Pracovní kapitál jako výsledná veličina

$$\text{Stálá aktiva} + \text{Oběžná aktiva} = \text{Aktiva} = \text{Pasiva}$$

$$\text{Pasiva} - \text{Krátkodobé závazky} = \text{Dlouhodobý kapitál}$$

$$\text{Dlouhodobý kapitál} - \text{Stálá aktiva} = \text{Pracovní kapitál}$$

vlastní kapitál

cizí kapitál

2. Pracovní kapitál zadán

$$\text{Stálá aktiva} + \text{Pracovní kapitál} = \text{Dlouhodobý kapitál}$$

$$\text{Oběžná aktiva} - \text{Pracovní kapitál} = \text{Krátkodobé závazky}$$

vlastní kapitál

cizí kapitál

Korekční položka: Běžné bankovní úvěry

Firemní růst a finanční plánování

- ◆ Firemní růst a jeho rychlost patří k základním rozhodnutím managementu firmy
- ◆ Firemní růst determinuje z hlediska očekávaných nároků na jeho financování výchozí bod pro tvorbu variant finančního plánu
- ◆ Management firmy si musí být vědom finančních důsledků:
 1. příliš rychlého růstu
 2. příliš pomalého růstu
 3. optimálního, trvalého růstu firmy.

Finanční plánování vyústí do rozhodnutí o:

1. očekávané výši externího financování
2. vhodné volbě finančního mixu firmy

Firemní růst

Definice trvalého růstu:

„Maximální míra růstu firemních tržeb, při které nevznikají dodatečné nároky na externí financování firmy“

Definice je založena na základních předpokladech:

- ◆ Firemní růst se měří firemním obratem (tržbami)
- ◆ Dodatečná výše externího financování je v závislosti na známém tempu růstu kvantifikovatelná
- ◆ „Optimální“ růst firmy se může z různých důvodů lišit od „trvalého“ tempa firemního růstu - fáze života firmy:
 - ◆ startovací fáze (nejen nové, ale i transformující se podniky)
 - ◆ fáze rychlého růstu firmy
 - ◆ fáze zralosti firmy
 - ◆ fáze zániku firmy

Kvantifikace trvalého růstu firmy

Zjednodušující předpoklady:

- ◆ Firemní růst = růst trhu
- ◆ Žádný nový dodatečný kapitál
- ◆ Je známa a neměnná:
 1. Kapitálová struktura
 2. Dividendová politika

Míra trvalého růstu: (g^* = relativní přírůstek vlastního kapitálu)

$$g^* = \frac{Equity_1 - Equity_0}{Equity_0}$$

Proměnné modelu:

P je rentabilita tržeb (Z/T)

R – míra akumulace nerozděleného zisku; odraz dividendové politiky (DIV/EPS)

A – obrat celkového majetku (T/Aktiva)

T – finanční leverage (Aktiva/Vlastní jmění)

$$g^* = P * R * A * T$$

Základní situace a jejich řešení

1. Firemní růst odpovídá míře trvalého růstu
(Je tento růst pro Vás optimální?)
2. Příliš vysoký růst
3. Příliš nízký firemní růst

Příliš rychlý růst

Základní otázka managementu firmy zní:

Jak dlouho bude tato situace trvat?

Odpovědi:

- a) Pokud krátkodobě, finančně krýt úvěry
- b) Pokud dlouhodobě, krýt dodatečným vlastním kapitálem (vliv na hodnotu firmy, na ceny akcií, ...)

Dodatečný vlastní kapitál (+, -)

(Nejčastější komentáře manažerů firem)

- ◆ Není potřeba v případě, že přírůstek krátkodobých závazků a přírůstek akumulovaných zisků je dostatečný.
- ◆ Emise je drahá (5 – 10 % emitovaného objemu) → dluh je levnější
- ◆ Příjmy na akcii (EPS) ... klesnou?
- ◆ Náklady na kapitál ... vzrostou?
- ◆ Bezprostřední vliv trhu cenných papírů ...

Závěr

Nespolehlivý (i když někdy nutný zdroj kapitálu,) proto je nutné hledat **Alternativní řešení !!!**

Alternativní řešení financování růstu

Ostatní používaná řešení financování příliš vysokého firemního růstu vycházejí například z cíle zvýšit úroveň trvalého růstu ($g^*_1 > g^*_0$).

- ◆ Zvýšit finanční leverage
- ◆ Snížit míru výplaty dividend (zvětšit rozsah reinvestice)
- ◆ Diversifikace produkce (snížení rizika zisku)
- ◆ „Sourcing“:
 1. Prodej nevyužitých aktiv
 2. Zvýšení obrátu majetku
 3. Franchiser – extrémní případ
- ◆ „Pricing“ (změna cenové politiky)
 - b) růst cen způsobí růst ziskové marge a „ g^* “
 - a) růst cen způsobí pokles míry růstu tržeb,
- ◆ „Merger“ → hledání partnera dokud jsme ještě silní
 1. Zralá firma (Cash Cow) – Investice.
 2. Konzervativně financovaná firma – likvidita tzv. zprostředkovaný přístup k úvěrům).

Příliš pomalý růst

Identifikace příčin

- ◆ dlouhodobé obtíže (inovace, marketing, organizace, ...)
- ◆ dočasné, krátkodobé potíže (akumulace zdrojů pro budoucí rychlý růst)

Hledání možných řešení

- ◆ Ignorovat problém:
 1. pokračovat ve špatných investicích
 2. Sedět na zvětšujících se nevyuž. zdrojích
- ◆ Vrátit peníze akcionářům
 1. růst dividend
 2. špatné z hlediska placení daní !!!
- ◆ „Koupit si růst“
 1. diversifikace, jiný byznys
 2. akvizice firem (opak margeru)

Finanční plánování

Z hlediska plánu finančních potřeb musí být ve firmě zodpovězeny tři základní otázky:

- 1. CO financovat**
- 2. KOLIK financovat**
- 3. JAK financovat**

Odpovědi na výše uvedené otázky vyžadují často podrobné analýzy, odhady a kvantifikace:

- ◆ podmínek firmy (finanční analýza, strategie)
- ◆ potřebného objemu financování (PEFR)
- ◆ časování (timing) finančního krytí
- ◆ určitosti nebo rizika odhadu
- ◆ Zdrojů krytí, jejich dostupnosti

„Chcete-li tancovat s bankéřem, pak:

- ◆ musíte být krásní ...
- ◆ a musí s Vámi chtít tancovat „

Nároky na externí financování

Metoda procenta z tržeb

- ◆ **Kvantifikace absolutní výše dodatečného externího financování (EXT)**

Proměnné modelu:

- ◆ $A / T_0 \times 100$
Spontánní vzrůst aktiv s tržbami vyjádřený jako % celkových tržeb
- ◆ $L / T_0 \times 100$
Spontánní vzrůst pasiv (krátkodobých závazků) s tržbami vyjádřený jako % celkových tržeb
- ◆ ΔT , tj. absolutní přírůstek tržeb,
- ◆ $c = \text{ČZ} / \text{Tržby}$ (zisková marže, resp. rentabilita tržeb)
- ◆ $b = (1 - \text{DIV} / \text{EPS})$, tj. aktivační poměr

Výše externího financování:

$$\text{EXT} = \left(\frac{A}{T_{(0)}} \times \Delta T \right) - \left(\frac{L}{T_{(0)}} \times \Delta T \right) - b \times c \times T_{(1)}$$

- ◆ **Kvantifikace procentní výše přírůstku tržeb, které bude nutno dodatečně externě financovat (PEFR)**

Proměnné modelu:

- ◆ $I = (A / T) \times 100 - (L / T) \times 100$

Celkové zjištěné procento přírůstku rozvahových položek v závislosti na firemních tržbách

- ◆ g

Firemní růst vyjádřený jako % přírůstek tržeb

- ◆ $c \times (\check{C}Z / T)$ zisková marže

- ◆ $b \times (1 - DIV / EPS)$ aktivační poměr

$$PEFR = I - \left(\frac{c}{g}\right) \times (1 + g) \times b \quad \rightarrow \quad PEFR = I - c \times b \times \left[\frac{(1 + g)}{g}\right]$$

Z toho vyplývá, že při rovnosti $PEFR = 0$ jsme schopni kvantifikovat takové tempo růstu firmy g , které se rovná trvalému tempu růstu g^* .

Celkové plánovací modely pro finanční plánování

Model dividend

Seznam proměnných, které jsou ovlivnitelné rozhodnutím managementu:

- ◆ O je obrat kapitálu (Tržby / Aktiva) 2 x
- ◆ c - zisková marže (Zisk / Tržby) 5 %
- ◆ b - míra akumulace zisku (DIV / Zisk) 60 %
- ◆ L - finanční leverage (Aktiva / Equity) 2 x
- ◆ BV - účetní hodnota vlastního jmění (book value equity)
- ◆ BVS - účetní hodnota vlastního jmění na akcii (book value equity / počet akcií v emisi)
- ◆ EPS - čistý zisk na akcii (ROE x BVS). (ROE = $O \times c \times L$) DUPont

Rozhodnutí:

DPS jsou dividendy na akcii

(DIV / emise), g - míra růstu firmy

$$DPS = O \times c \times L \times BVS \times (1 - b)$$

$$g = O \times c \times L \times b = ROE \times b$$

Odhad potřeb exter. financování

Metoda procenta z tržeb

Základní postup:

1. Vytipování položek rozvahy, které se mění s tržbami
2. Propočet procentuální rozvahy v závislosti na výši tržeb v aktivech a pasivech (interně generované fondy)
3. Rozdíl aktiv a pasiv zjistíme celkovou % výši dodatečného financování
4. Snížení zjištěné % výše dodatečného financování o očekávané krytí z projektovaného nerozděleného (zadržného) zisku
5. Rozdíl projektovaného přírůstku musí být financován externě (krátkodobý nebo dlouhodobý dluh - optimální mix)

Příklad

Tržby firmy jsou okolo 500.000,- ročně, firma plně využívá výrobních kapacit, rentabilita tržeb po zdanění je 4 % → že firma vydělá v r. 1992 Kč 20.000,- čistého zisku.

Na dividendách vyplatí 10.000,- a chce pokračovat ve své dividendové politice vyplácet 50 % i nadále.

Kolik dodatečného financování bude potřeba, jestliže v roce 1993 vzrostou tržby na 800.000,-?

Rozvaha k 31. 12. 1992

Aktiva (majetek)	31. 12. 1992	Pasiva (kapitál)	31. 12. 1993
Peníze	10.000	Záv. k dodav.	50.000
Pohledávky	85.000	Mzdy	25.000
Zásoby	100.000	Dluhopisy	70.000
		Kmen. akcie	100.000
Fixní aktiva	150.000	Nerozděl. zisk	100.000
Celkem	345.000	Celkem	345.000

Rozvaha k 31. 12. 1992 v %

Aktiva (majetek)	% z tržeb	Pasiva (kapitál)	% z tržeb
Peníze	2	Záv. k dodav.	10
Pohledávky	17	Mzdy	5
Zásoby	20	Dluhopisy	
		Kmen. akcie	
Fixní aktiva	30	Nerozděl. zisk	
Celkem	69	Celkem	15

1. aktiva jako % z tržeb 69 %
2. spontánní vzrůst závazků - 15 %
3. % každé dodatečné koruny financované jinak 54 %

Způsoby financování:

- a) z vnitřních zdrojů (zisk)
- b) z externích zdrojů (dluh)

Řešení:

54 % z 300.000 (tj. \Leftrightarrow Tržeb)	= 162.000,-
4 % z 800.000 (tj. celkový zisk)	= 32.000,-
výplata dividend 50 %, reinvestice zisku	= 16.000,-

Externí financování = 146.000,- (tj. 162.000 - 16.000)

Dosadíme do vzorce:

1. $A / T_{(0)} \times \Leftrightarrow T = 0,69 \times 300.000$
2. $L / T \times \Leftrightarrow T = 0,15 \times 300.000$
3. $b \times c \times T_{(1)} = 0,5 \times 0,04 \times 800.000$

Výsledek: (1) - (2) - (3) = 146.000

Musí být každé zvýšení tržeb nutně financováno dalšími externími fondy?

Předpokládejme, že firma očekává v roce 1993 vzrůst tržeb pouze o 3 % (na 515.000,-):

pak

$$\text{EXT} = 0,54 \times 15.000 - 0,02 \times 515.000 = - 2.200,-$$

Závěr:

Žádné dodatečné externí fondy, ale přebytek spontánně generovaných fondů!!!

- ◆ Je možno zvýšit dividendy
- ◆ Je možno umořit dluh
- ◆ Je možno hledat investiční příležitosti

Výše uvedený model → simulace důsledků svých rozhodnutí pro další rozvoj firmy a odvodit závěry do finanční politiky firmy.

Otázkou zůstává, zda mají na takto tvořenou finanční politiku firmy vliv externí faktory ...

Výše externího financování za podmínek inflace

Příklad výrobců USA: $I = 0,5$ $c = 0,05$ $b = 0,6$ (standardy)

Předpokládejme celkový růst ekonomiky 6- 7%, jestliže firma operuje v odvětví, které roste shodně s růstem trhu, pak její $g = 6 - 7 \%$.

Jaké tedy budou externí nároky na financování firmy?

a) bez inflace $g = 6 \%$

$$\text{PEFR} = 0,5 - (0,05 / 0,06) \times 1,06 \times 0,6 = - 3 \%$$

(roste investování do cenných papírů)

$$g = 7 \%$$

$$\text{PEFR} = 0,5 - (0,05 / 0,07) \times 1,07 \times 0,6 = + 4 \%$$

(4 % přírůstku tržeb se musí externě financovat)

b) za podmínek inflace

Dosažení „reálného“ tempa růstu 6 - 7 % znamená pro firmu růst v nových cenách např. o 15 nebo 20 %.

$$\text{PEFR} (g = 15 \%) = + 27 \%; \text{PEFR} (g = 20 \%) = + 32 \%$$

Dostupnost úvěrů = ??

Optimalizace externího financování

Když víme, kolik budeme potřebovat externích fondů, jaký bude optimální finanční mix firmy?

Rozhodnutí manažera:

- ◆ krátkodobé závazky
- ◆ dlouhodobý dluh
- ◆ vlastní kapitál nebo
- ◆ kombinace uvedených alternativ

Příklad:

firemní tržby v roce 1991 jsou 2 mil., v roce 1992 se očekávají tržby ve výši 2,6 mil. ($g = 30\%$), přičemž $b = 60\%$ a $c = 5\%$.

Rozvaha k 31. 12. 1991

$$\text{PEFR} = I - (c/g) \times (1+g) \times b$$

$$\text{PEFR} = 56,75 - (5/30) \times (1+30) \times 60$$

$$\text{PEFR} = 43,75 \%$$

Firma musí financovat 43,75 %
přírůstku tržeb externě

$$43,75 \text{ z } 600.000 = 262.000$$

V případě „trvalého“ růstu
firmy, kdy nebude zapotřebí
žádné externí financování, bude
tempo růstu $g^* = 5,58 \%$, tzn.
Přírůstek tržeb o 111.628,-

Aktiva (majetek)	31. 12. 1991	Pasiva (kapitál)	31 12. 1991
Peníze	75.000	Záv. k dodav.	40.000
Pohledávky	150.000	Mzdy	25.000
Zásoby	12.000	Závazky spl.	85.000
		Dlouh. dluh	250.000
		Kmen. akcie	450.000
Fixní aktiva	735.000	Nerozděl. zisk	350.000
Celkem	1.200.000	Celkem	1.200.000

Rozvaha k 31. 12. 1991 (v %)

Aktiva (majetek)	% z tržeb	Pasiva (kapitál)	% z tržeb
Peníze	3,75	Záv. k dodav.	2,0
Pohledávky	7,5	Nárok. mzdy	1,25
Zásoby	12,0	Záv. spl.	
		Dlouh. dluh	
		Kmen. akcie	
Fixní aktiva	36,75	Nerozděl. zisk	
Celkem	60,0	Celkem	3,25

Co to je optimální finanční mix

Optimální finanční mix je takový, který udrží nebo posílí finanční pozici firmy a to z hlediska:

- ◆ finanční stability
- ◆ nákladů na kapitál firmy (WACC)

Ukazatel	1991 skut.	Plán KD	DD	VK	MIX	$g = g^*$
Běžná likvidita (OA / KZ)	3,1	1,4	3,56	3,56	2,8	3,2
Pohotová likvidita (OA - ZAS / KZ)	1,5	0,68	1,72	1,72	1,39	1,55
Obrat zásob (T / ZAS)	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
Obrat aktiv (T / A)	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66	1,66
ROA (Z / A)	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33	8,33
Míra dluhu (CZ / A)	33,33	43,72	43,72	26,89	49,6	31,86

Příklad finančního mixu

- ♦ přírůstek fixních aktiv financovat DD (tj. investice ve výši 221.000,-)
- ♦ zbylých 41.000,- financovat KD

Důvody: WACC, leverage, likvidita

Výsledná pro forma rozvaha k 31. 12. 1992

Aktiva (majetek)	31. 12. 1992	Pasiva (kapitál)	31 12. 1992
Peníze	97.500	Záv. k dodav.	52.000
Pohledávky	195.000	Mzdy	75.000
Zásoby	312.000	Záv. splátek	126.000
		Dlouh. dluh	471.000
		Kmen. akcie	450.000
Fixní aktiva	956.000	Nerozděl. zisk	428.000
Celkem	1.560.000	Celkem	1.560.000

Rozhodnutí financovat z dluhu vplynulo mimo jiné i ze skutečností, že:

- vzrůst zásob neodpovídá vzrůstu závazků k dodavatelům (72.000 x 12.000)
- zbytečně vysoká likvidita neproduktivně váže majetek firmy.