

Studijní Průvodce: Oceňování projektů a alternativní náklad kapitálu

Oldřich Starý

26. dubna 2025

Shrnutí klíčových bodů

Tento studijní průvodce se zaměřuje na pochopení různých pohledů na hodnocení projektů, konceptů souvisejících s náklady na kapitál (vlastní a cizí), a na model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Dále se dotýká problematiky financování investic, konkrétně rozhodování mezi koupí a pronájmem aktiva.

Hlavní témata

- Pohledy na hodnocení projektů:
 - Celkový pohled na projekt (bez ohledu na financování a daně)
 - Pohled vlastníků kapitálu (po zdanění a úrocích)
 - Pohled všech poskytovatelů kapitálu (vlastní a cizí)
- Náklady na kapitál:
 - Náklady na vlastní kapitál (RE)
 - Náklady na cizí kapitál (RD) a daňový štít
 - Vážená průměrná cena kapitálu (WACC) a její výpočet
- Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM):
 - Spojené nádoby výnosu a rizika
 - Diverzifikovatelné (jedinečné) a nediverzifikovatelné (systematické, tržní) riziko
 - Bezriziková výnosová míra (RF)

- Tržní riziková premie ($RM - RF$)
- Beta koeficient (β) jako míra systematického rizika
- Vliv finanční páky (zadluženosti) na beta koeficient
- Rozhodování mezi koupí a pronájmem (Lease or Buy):
 - Sestavení hotovostních toků pro různé varianty financování
 - Zohlednění daňových aspektů (odpisy, úroky, leasingové splátky)
 - Výpočet současné hodnoty nákladů pro porovnání variant

Kvíz

Odpovězte na následující otázky ve 2-3 větách.

1. Jaké jsou tři základní pohledy na hodnocení investičního projektu a čím se liší?
2. Vysvětlete koncept daňového štítu v souvislosti s náklady na cizí kapitál.
3. Jak se vypočítá vážená průměrná cena kapitálu (WACC)? Jaké jsou její hlavní komponenty?
4. Proč se ve financích hovoří o "spojených nádobách" výnosu a rizika?
5. Jaký je rozdíl mezi jedinečným a systematickým rizikem? Které z nich by měl investor diverzifikovat?
6. Vysvětlete klíčové komponenty modelu CAPM a jejich význam pro výpočet požadovaného výnosu vlastního kapitálu.
7. Co představuje bezriziková výnosová míra (RF) a jaký typ aktiva se pro její určení obvykle používá?
8. Jaký vliv má zadluženost firmy na její beta koeficient (finanční riziko)?
9. Při rozhodování mezi koupí a pronájmem aktiva, na jaký typ hotovostních toků se zaměřujeme a proč?
10. Jaké daňové aspekty jsou důležité při porovnávání varianty koupě a pronájmu aktiva?

Klíč k Kvízu

1. Tři základní pohledy jsou: na celý projekt (EBIT), na vlastníky (EAT), a na všechny poskytovatele kapitálu (přes WACC pohled). Liší se tím, které náklady a výnosy jsou zahrnuty a komu je analýza určena.
2. Daňový štít znamená snížení daňové povinnosti díky úrokům z cizího kapitálu, které jsou daňově uznatelné. Snižuje efektivní náklady na dluh.
3. WACC se počítá jako vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (RE) a cizí kapitál (RD), s přihlédnutím k daňovým úsporám. Vzorec: $WACC = RE \times \frac{E}{V} + RD \times (1 - \text{daňová sazba}) \times \frac{D}{V}$.
4. Vyšší očekávaný výnos je typicky spojen s vyšším rizikem; tato korelace je označena jako „spojené nádoby“ výnosu a rizika.
5. Jedinečné riziko je specifické pro konkrétní firmu a lze jej diverzifikovat, zatímco systematické riziko je spojené s celým trhem a diverzifikací ho odstranit nelze.
6. CAPM obsahuje tři klíčové komponenty: bezrizikovou výnosovou míru (RF), tržní rizikovou prémii ($RM - RF$) a beta koeficient (β). Výnos: $RE = RF + \beta(RM - RF)$.
7. Bezriziková výnosová míra (RF) odpovídá výnosu bezpečných aktiv, jako jsou státní dluhopisy vyspělých zemí.
8. Vyšší zadluženost zvyšuje finanční riziko firmy a tím také její beta koeficient (β), což vede k vyšší požadované výnosnosti.
9. Zaměřujeme se na hotovostní odlivy (výdaje) spojené s oběma variantami; cílem je minimalizovat jejich současnou hodnotu.
10. Důležité jsou daňové aspekty jako daňová uznatelnost odpisů, úroků a leasingových splátek, které ovlivňují čisté náklady.

Náměty na Eseje

- Porovnejte a zhodnoťte různé pohledy na hodnocení investičních projektů. Kdy je vhodné použít celkový pohled na projekt (EBIT) a kdy pohled vlastníků kapitálu (EAT)?

- Diskutujte o významu vážené průměrné ceny kapitálu (WACC) při rozhodování o investicích.
- Vysvětlete teoretické základy modelu CAPM a jeho předpoklady a omezení.
- Analyzujte rozhodování mezi koupí a pronájmem aktiva z pohledu finančního managementu.
- Diskutujte tvrzení: „Diverzifikace je jediný bezplatný oběd ve financích.“

Slovníček Klíčových Pojmů

- **EBIT:** Zisk před úroky a daněmi.
- **EAT:** Zisk po zdanění.
- **Srážková daň:** Daň odváděná při výplatě příjmů.
- **Úroky:** Náklady na cizí kapitál.
- **Daňový štít:** Snížení daňové povinnosti díky uznatelným nákladům.
- **RE (Return on Equity):** Výnosnost vlastního kapitálu.
- **RD (Return on Debt):** Náklady na cizí kapitál.
- **WACC:** Vážená průměrná cena kapitálu.
- **Diverzifikace:** Rozložení investic pro snížení rizika.
- **Systematické riziko:** Riziko trhu jako celku.
- **Jedinečné riziko:** Riziko specifické pro jednotlivou firmu.
- **CAPM:** Model oceňování kapitálových aktiv.
- **RF:** Bezriziková výnosová míra.
- **RM:** Tržní výnos.
- **Beta koeficient (β):** Míra systematického rizika.
- **Finanční riziko:** Riziko spojené se zadlužením.
- **Leasing:** Forma financování aktiv.

- **Finanční leasing:** Leasing s převodem vlastnictví na konci období.
- **Hotovostní tok:** Přílivy a odlivy peněz.
- **Současná hodnota:** Hodnota budoucích toků diskontovaná na dnešek.
- **Diskontní sazba:** Používaná míra výnosu při diskontování.
- **Daňová uznatelnost:** Možnost snížení daňového základu náklady.
- **Daňový odpis:** Postupné snižování účetní hodnoty majetku.