

Výnosnost a rizikovost přímých zahraničních investic na emerging markets

Bakalářská práce

Vedoucí práce:

Ing. Jaroslav Bukovina

Martin Roháček

Brno 2016

Poděkování

Rád bych poděkoval svému vedoucímu práce panu inženýru Jaroslavu Bukovinovi za odborné vedení bakalářské práce, všechny cenné informace a připomínky a v neposlední řadě za jeho ochotu a obětavý přístup.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Výnosnost a rizikovost přímých zahraničních investic na emerging markets**

vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom/a, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmetná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 23. května 2016

Abstract

Roháček, M., Return and risk of emerging markets foreign direct investments. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2016.

The main aim of the bachelor thesis is to give a recommendation to an investor about emerging markets investments. The bachelor thesis is focused on factors, having an influence on return and risk of foreign direct investments. These factors are introduced by a calculation of a net present value of Skoda Auto's investment in India. The final recommendation is given by a quantification of these factors between emerging and developed markets and subsequent comparison.

Keywords

Foreign direct investments, emerging markets, net present value.

Abstrakt

Roháček, M., Výnosnost a rizikovost přímých zahraničních investic na emerging markets. Bakalářská práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016.

Hlavním cílem bakalářské práce je dát investorovi doporučení o investicích na emerging markets. Práce se zaměřuje na faktory, ovlivňující výnosnost a rizikovost přímých zahraničních investic na rozvíjejících se trzích. Ty jsou představeny na výpočtu čisté současné hodnoty investičního projektu společnosti Škoda Auto v Indii. Konečná doporučení jsou učiněna na kvantifikaci těchto faktorů na rozvíjejících se a rozvinutých trzích a jejich následné komparaci.

Klíčová slova

Přímé zahraniční investice, rozvíjející se trhy, čistá současná hodnota.

Obsah

1	Úvod	9
2	Cíl práce	10
3	Literární rešerše	11
3.1	Přímé zahraniční investice	11
3.1.1	Kategorizace	12
3.1.2	Efektivnost	14
3.2	Trhy	16
3.2.1	Developed markets	17
3.2.2	Frontier markets	17
3.2.3	Emerging markets	17
3.3	Investiční rizika	18
3.3.1	Druhy investičních rizik	19
3.4	Peněžní toky	21
3.4.1	Členění	21
3.4.2	Výpočet	22
3.5	Zhodnocení literární rešerše	22
4	Praktická část	24
4.1	Metodika	24
4.2	Skupina Škoda Auto	25
4.2.1	ŠKODA Auto a. s.	25
4.2.2	ŠKODA Auto India Private Limited	26
4.3	Čistá současná hodnota	27
4.3.1	Diskont	27
4.3.2	Výsledek	28
4.3.3	Výhody	28
4.3.4	Rozšíření specifickými zahraničními vlivy	29
4.4	Data	31

4.4.1	Náklady projektu C_0	31
4.4.2	Devizový kurz SR	31
4.4.3	Cashflow CF_t^e	34
4.4.4	Indická daňová sazba T_F	36
4.4.5	Česká diskontní sazba DR_D	38
4.4.6	Odpisy v rupiích D_t	39
4.4.7	Nesplacená jistina úvěru NP_t	40
4.4.8	Indická úroková míra $IR_{F,t}^e$	40
4.4.9	Zbytková hodnota investice SV_j^e	43
4.4.10	Aktivizované nedobytné pohledávky v zahraniční AA_0	43
4.4.11	Pokles cashflow ostatních poboček v zahraniční měně LS_t^e	44
4.4.12	Subvence na podporu investic S_t	45
4.4.13	Domácí daňové vyrovnání A_t	45
4.5	Výpočet.....	45
4.6	Diskuse.....	47
4.7	Hodnocení použité metody.....	47
4.8	Zohlednění rizik.....	48
5	Závěr	50
6	Literatura	51
6.1	Knižní zdroje.....	51
6.2	Elektronické zdroje.....	52
A	Zdrojová data	59

Seznam obrázků

Obr. 1	Volatilita BRL, CLP a ZAR k americkému dolaru od počátku 2002 do konce 2015	32
Obr. 2	Volatilita CNY, CZK a INR k americkému dolaru od počátku 2002 do konce 2015	33
Obr. 3	Volatilita EUR, JPY a CHF k americkému dolaru od počátku 2002 do konce 2015	33
Obr. 4	Korporátní daň v Indii a průměr korporátních daní v EU-28 mezi lety 2006 až 2015	38
Obr. 5	Výnosnost dluhopisů v ČR, Německu a Japonsku od 2007 do 2015	41
Obr. 6	Výnosnost dluhopisů v Brazílii a Jihoafrické republice od 2007 do 2015	41
Obr. 7	Výnosnost dluhopisů v Čínské lidové republice a Indii od 2007 do 2015	42
Obr. 8	Rozvahový kurz CZK/INR spol. Škoda Auto od roku 2004 do roku 2014	43

Seznam tabulek

Tab. 1	Stanovení provozního cashflow SAIPL (miliony korun)	34
Tab. 2	Hodinové mzdové náklady ve výrobě v USD ve vybraných zemích v letech 2010 a 2013	35
Tab. 3	Cena elektřiny v centech USD za 1 kWh ve vybraných zemích v letech 2011 a 2015	36
Tab. 4	Korporátní daň ve vybraných zemích od 2006 do 2015	37
Tab. 5	Odhad hodnoty odpisů SAIPL (hodnoty v mil CZK)	40
Tab. 6	Hodnoty Indexu vnímání korupce ve vybraných zemích v 2015 a jejich pořadí ve světě	44
Tab. 7	Rozvahový kurz CZK/INR	59
Tab. 8	Sazba korporátní daně v Indii a České republice	59
Tab. 9	Zisk před zdaněním Skupiny a SAIPL v milionech korun	59
Tab. 10	Aktiva Skupiny a účetní hodnota SAIPL v milionech korun	60
Tab. 11	Volatilita měn od 2002 do 2015	60

1 Úvod

Globalizace, fenomén moderní civilizace, má za následek celosvětové změny jak na ekonomické, tak i sociální, politické a kulturní úrovni. Co se ekonomické roviny týče, jde zejména o integraci trhů, které se k sobě bez ohledu na geografickou vzdálenost přibližují. Trhy se na sobě stávají závislejšími, roste objem a rychlost pohybu kapitálu, zboží a technologií přes národní hranice.

Otevírají se nové možnosti alokace kapitálu. Investoři vstupují se svým kapitálem na zahraniční trhy, které mají co nabídnout – ať už levnější pracovní sílu, dostupné přírodní zdroje či vyspělejší technologie.

Z pohledu zahraničních investic nabývají na velkém významu rozvíjející se trhy a to z mnoha důvodů:

Rozvíjející se trhy, neboli emerging markets se na světové populaci podílejí ohromnými osmdesáti čtyřmi procenty a na růstu globálního produktu se podílejí ze dvou třetin. Jsou to země charakteristické probíhající industrializací, ze které se formuje střední třída. Ta disponuje dostatečně velkými příjmy na to, aby jejich část mohla vynaložit za spotřební zboží jako je módní oblečení a spotřební elektronika.

Emerging markets v sobě mají velký potenciál, toho jsem si byl vědom již v maturitním ročníku gymnázia, kdy jsem (i když velmi laicky) sledoval kurzy podílových listů akciových otevřených podílových fondů investujících právě na emerging markets. Tento zájem mě pak později dovedl k myšlence věnovat emerging markets bakalářskou práci.

Jelikož povědomí o investicích v České republice stále není valné, a tudíž není dostatek dat, rozhodl jsem se po několika konzultacích nezaměřit se na podílové fondy, ale na přímé investice na emerging markets.

2 Cíl práce

Hlavním cílem bakalářské práce je poskytnout potenciálnímu investorovi doporučení ohledně přímých zahraničních investic na emerging markets.

Jako základ pro investiční doporučení poslouží představení výpočtu efektivnosti přímé zahraniční investice, kterým bude získán výsledek o výnosnosti při konkrétní míře rizika. Tento konkrétní výpočet efektivnosti investice je obecné představení nejdůležitějších faktorů, které ovlivňují výnosnost a riziko na emerging markets.

Dílčím cílem práce je určit determinanty výnosnosti a rizikovosti mezinárodního investování na emerging markets. Dalším dílčím cílem a nezbytnou součástí investičního doporučení je též komparace faktorů, determinujících výnosnost a rizikovost investic, v prostředí emerging a developed markets.

3 Literární rešerše

Literární rešerše vysvětluje stěžejní pojmy, vyskytující se v bakalářské práci. Jde především o pojmy související s klasifikací trhů na základě jejich vyspělosti, přičemž nejvyšší důraz je kladen na trhy se rozvíjející, též známé pod anglickým emerging markets.

Rešerše se dále věnuje přímým zahraničním investicím a vytyčí jejich charakteristiky. Klasifikuje je podle míry kontroly podniku, způsobu vstupu investora, motivu vstupu investora do zahraniční země a dále pak podle specializace mateřské firmy. Tato část dále představí metody, pomocí kterých se hodnotí efektivita přímých zahraničních investic.

S přímými zahraničními investicemi se pojí celá řada rizik. Některá musí brát investor v potaz u jakékoliv investice, některá jsou naopak charakteristická pro přímé investice v zahraničí. Rešerše nejprve samotný pojem *riziko* definuje, následně je logicky klasifikuje a nechybí ani základní charakteristika jejich jednotlivých druhů.

Posledním, pro tuto práci důležitým pojmem jsou peněžní toky, neboli cashflow. Význam tohoto pojmu je objasněn v závěru *Literární rešerše*, stejně tak jeho druhy, vycházející ze tří hlavních okruhů činností podniku. Tato část práce se rovněž zmiňuje o dvou způsobech výpočtu cashflow.

3.1 Přímé zahraniční investice

Přímé zahraniční investice (PZI) představují cashflow, přicházející do dané ekonomiky. Přímou zahraniční investicí získává investor podíl na základním kapitálu podniku v zahraničí, který umožňuje významný vliv na řízení a rozhodování v podniku.

Hlavním nositelem přímých zahraničních investic jsou nadnárodní korporace. Podle Majerové a Nezvala (2011) se na kapitálových tocích do všech regionů ve světě podílejí největší měrou.

Přímé zahraniční investice mají podle Razina a Sadka (2007) tři složky – vlastní kapitál, vnitropodnikové úvěry a reinvestovaný nerozdělený zisk.

Z hlediska právního jde o investice, při nichž investor získává minimálně deseti procentní podíl na základním kapitálu, resp. hlasovacích právech podniku (Duračáková, Mandel, 2010). Podobně na tuto problematiku nahlíží i česká legislativa, konkrétně *devizový zákon ČR č. 219/1995 Sb.*, který zahraniční investicí rozumí „účast v nově vzniklém nebo existujícím podnikání, jestliže investor vlastní nebo získá nejméně 10 % podílu na základním kapitálu obchodní společnosti nebo družstva nebo nejméně 10 % podílu na vlastním kapitálu společnosti nebo nejméně 10 % hlasovacích práv nebo jiný podíl na podnikání společnosti přesahující 10 %“.

3.1.1 Kategorizace

Přímé zahraniční investice je možno kategorizovat podle různých kritérií. Například Majerová a Nezval (2011) uvádí tyto čtyři:

- míra kontroly podniku;
- motiv vstupu investora;
- způsob vstupu do země;
- specializace mateřské firmy.

Podle **míry kontroly** existují podniky s menšinovým podílem od deseti do padesáti procent na kapitálu nebo hlasovacích právech a podniky, kde investor drží většinový podíl; v tomto případě je tedy podnik pod zahraniční kontrolou.

Zahraníční trhy se od trhu domácího mohou lišit. Každý trh má svá specifika, společnost může rozšířením podnikatelských aktivit do zahraničí získat konkurenční výhodu.

Specifika, díky kterým se zahraniční trh může v očích investora stát atraktivním, se dají klasifikovat různými způsoby, v práci jsou uvedeny následující tři.

Motivem vstupu investora do země mohou být podle Majerové a Nezvala (2011) hledání:

- trhů;
- výrobních faktorů;
- aktiv.

Společnost hledající trhy usiluje o vstup na zahraniční trh s cílem zisku určitého tržního podílu. Její produkce je tedy určena majoritně pro lokální trh. Společnost se snaží minimalizovat logistické náklady především zefektivňováním výrobního procesu.

Motivem vstupu výrobních faktorů vyhledávající společnosti je zisk vstupů, které se na domácím trhu v požadovaném množství, kvalitě nebo dokonce vůbec nevyskytují. Klasickým příkladem těchto faktorů může být levná pracovní síla, nerostné suroviny. Společnost se tedy primárně nezajímá o poptávku na trhu hostitelské země. Produkce tak často může být určena k exportu.

Společnosti hledající aktiva vstupuje na trh s cílem získat patenty, obchodní značky či chráněné názvy.

Motivy realizace PZI podle Durčákové a Mandela:

- levnější výrobní podmínky;
- odbourání nákladů spojených se zahraničním obchodem;
- výhodnější daňové podmínky;
- snížení devizového rizika;
- diverzifikace vstupů, výstupů, zisku;
- následování obchodních partnerů.

Poměrně jednoduše dělí motivy vstupu Varadzin (2013) a to na ofenzivní a defenzivní. Ty prvně jmenované souvisejí s tržním mechanismem a s konkurencí. Vstupem na zahraniční trhy prostřednictvím PZI si společnost snaží vybudovat náskok nad konkurenčními subjekty.

Defenzivní motivy sice souvisejí též z konkurencí, ale na rozdíl od těch ofenzivních společnost nevystupuje jako hybatel PZI. Motivы k jejich realizaci přicházejí do firmy z trhu. Mohou mít podobu různých změn na trhu.

Všechny tři výše uvedené přístupy k motivům realizace přímých zahraničních investic se zabývají ekonomickými motivy. Na společnost však působí i motivы, které s ekonomickou teorií úzce nesouvisí. Tyto neekonomické motivы spočívají v budování image společnosti, posilování jejího vlivu a potřeby utvářet sociální a kulturní prostředí.

Vstup investora na zahraniční trh může nabývat různých podob. Již fungující podnik v cizí zemi lze ovládnout fúzí či akvizicí.

Fúze, splynutí (mergers) představuje vstup na trh prostřednictvím spojení zahraniční společnosti se společností z hostitelské země. Výsledkem fúze je jediná společnost, která své obchodní aktivity vykonává buďto pod názvem jedné z původních společností nebo pod úplně novým názvem.

Akvizice (acquisitions) znamená převzetí. Společnost získává kontrolní balík akcií společnosti z hostitelské země. To znamená, že na rozdíl od fúze žádná společnost nevzniká ani nezaniká.

Investice na zelené louce, anglicky greenfield, se používá pro způsob vstupu na trh, který investor realizuje přímo investiční výstavbou nového podniku. Vlastní výstavba přináší výhodu v tom, že veškeré budovy mohou být optimalizovány pro potřeby budoucí produkce. To s sebou přináší nižší výrobní náklady. Nevýhoda pochopitelně spočívá v časové náročnosti výstavby, najímání a školení zaměstnanců.

Další způsob vstupu investora spočívá ve změně majetkové struktury. Investor získá v zavedené firmě podíl na řízení. Pro tuto variantu se též používá anglický termín brownfield, česky investice na hnědé louce. Podle Srholce (2004) je tento typ investice výhodný, pokud přebíraný podnik disponuje konkurenční výhodou, například ve formě technologií, distribučních kanálů, vyškolených zaměstnanců a pokud by investice do vytvoření nového podniku (tedy greenfield) byla proti kapitálovému vstupu nákladnější.

Přímé zahraniční investice mohou nabývat i méně nápadnějších podob a nemusí vždy představovat viditelný transfer kapitálu. Za PZI je považováno navýšení podílu v zahraniční dceřiné společnosti. Dalším případem zahraničních investic jsou úvěry poskytované mateřskou firmou, úvěry získané na finančním trhu hostitelské země nebo reinvestovaný zisk.

Výše popsané PZI jsou na realizaci poměrně nákladné a v případě neúspěchu jsou i ztráty vyšší. Přímé zahraniční investice lze realizovat i dalšími způsoby, méně nákladnými.

Jedním takovým způsobem je franšízing (franchising). Franšíza (franchisa) je licence, pod kterou mohou subjekty (franchisanté) prodávat produkty zahraniční firmy, franchisora na vymezeném území a pod jejím obchodním názvem.

Franchisanté mohou být právnické či fyzické osoby. Podnikatelskou aktivitu provádí na svůj účet. Systém je pro ně výhodný především proto, že na trhu vystupují pod známou značkou a prodávají úspěšně zavedený produkt.

Franchisor dodá franchisantovi veškeré vybavení a know-how, a zásobuje jej produkty. Od franchisanta inkasuje pravidelné franchisingové poplatky, jejichž výše je závislá na velikosti obrátu. Většinou se pohybují v řádu jednotek procent. Franchisor podstupuje nižší riziko, protože do investice neváže tolik kapitálu, jako by bylo potřeba ve vybudování vlastní prodejní sítě.

Forma PZI, která s sebou nese pouze minimální transakční náklady, spočívá v prodeji licence patentovaného know-how. Společnosti často licenci prodávají do méně vyspělých zemí, jež neuznávají mezinárodní smlouvy o jejich ochraně. Snaží se tak minimalizovat ztrátu, kterou by došlo případnou krádeží know-how.

Mezi přímé zahraniční investice se řadí i joint-venture. Jde o společný projekt zahraniční společnosti a společnosti působící na lokálním trhu, který má většinou podobu nové společnosti.

Výhoda joint-venture spočívá ve spojení zkušeností partnerů. Zahraniční společnost většinou do projektu přinese kapitál nebo zavedenou značku. Společnost v hostitelské zemi oproti tomu může nabídnout lepší znalost reálií místního trhu, obchodní vazby.

Podle **specializace mateřské firmy** se rozlišují přímé zahraniční investice na vertikální a horizontální.

Vertikální investice jsou zaměřeny na výrobní proces, s cílem minimalizovat náklady v jeho jednotlivých fázích, mateřská firma tedy usiluje o vyšší efektivitu výroby. Proto jsou vertikální investice realizovány na trzích, vybavených výrobním faktorem, potřebným v konkrétní fázi výrobního procesu, často to bývá levná pracovní síla, přírodní zdroje, určité technologie. Do hostitelské země je tedy přesunuta pouze část výrobního procesu. Vertikální PZI jsou většinou orientovány na export a co se způsobu vstupu týče, převažují investice na zelené louce.

Cílem horizontálních přímých investic je expanze do hostitelské země. Investice je na rozdíl od vertikální zaměřena na celý výrobní proces. Mateřská firma usiluje o zvýšení tržního podílu, takže konkuruje lokálním výrobcům a importérům, produkce je tedy určena pro spotřebu na místním trhu. Horizontální investice mateřské firmě přináší úspory na dopravních nákladech a dovozních přírážkách. Jako způsob vstupu v případě horizontálních investic převládá vstup do existujících společností.

3.1.2 Efektivnost

Ještě než společnost vstoupí jako investor na zahraniční trh, musí zvážit efektivitu investice. Každá společnost realizuje přímou zahraniční investici s nějakým cílem a právě na základě toho, jak je tento cíl naplněn, se hodnotí její efektivita.

Jak již bylo napsáno výše, společnost se snaží pomocí PZI snížit výrobní náklady (vertikální investice) nebo rozšířit výrobu (horizontální investice). Podle toho se pak investice posuzuje na základě nákladového nebo ziskového kritéria.

Podle Synka (2007) však nákladové kritérium na rozdíl od ziskového nepostihuje celkovou, globální efektivnost, což je neuspokojivé hlavně při komparaci více investičních projektů.

Z tohoto důvodu se Synek (2007) přiklání k posuzování na základě ziskového kritéria. Avšak namísto zisku je lepší vycházet z peněžních toků. To proto, že zisk je účetní veličina, která nereflktuje skutečný příliv a odliv peněz z podniku.

Efektivní investice podniku generuje toky peněz, které jsou vyšší než náklady, které podnik na investici vynaložil.

Obecně lze výnosnost investice zapsat následovně:

$$\text{míra výnosnosti} = \frac{\text{obdržená částka} - \text{investovaná částka}}{\text{investovaná částka}} \cdot 100\% \quad (1)$$

Metod hodnocení investic existuje celá řada a obecně se dají rozdělit podle toho, jestli zvažují faktor času. Dynamické metody, na rozdíl od těch jednodušších, statických, faktor času zahrnují.

Dynamické metody jsou tedy vhodnější v případě investic s delší dobou životnosti a v případě významnějších investic. Náročnější výpočty však vyžadují výpočetní techniku a software (vyhovující je i běžný tabulkový procesor).

Metoda výnosnosti (ROI z angl. Return of Investment) je metoda, která jednoduše dělí průměrný čistý roční zisk z investice náklady na investici. Vypočtená výnosnost se pak porovnává s požadovanou.

Užití průměrného ročního zisku umožňuje porovnávat projekty o různé životnosti i rozdílných nákladech.

Protože metoda počítá pouze se ziskem namísto s cashflow, nezahrnuje odpisy. Protože jde o statickou metodu, nezvažuje působení faktoru času.

Výsledkem **metody doby splácení** je doba v letech, respektive v měsících, po které se čistý cashflow vyrovná investičním nákladům.

Tato metoda nabývá často podoby tabulky, ve které se vykazuje v jednom sloupci cashflow pro jednotlivé roky. V nultém roce se vykází počáteční náklady projektu (mají záporné znaménko). Druhý sloupec pak obsahuje kumulované peněžní toky. Doba mezi nultým rokem (měsícem) a rokem (měsícem), kde se kumulovaný cashflow dostane do černých čísel, je právě výsledná doba splácení.

Tabulku je možné sestavit v rozšířené podobě, obsahující navíc peněžní toky diskontované k nultému období. Tím se vezme v potaz faktor času.

Metoda čisté současné hodnoty (NPV, anglicky Net Present Value) je použita pro výpočty v praktické části bakalářské práce. Z tohoto důvodu je detailně popsána až v podkapitole *Metodika práce*.

U **metody vnitřního výnosového procenta** (IRR z anglického Internal Rate of Return) se hledá taková diskontní sazba, při které je čistá současná hodnota investice nulová.

Pokud je vnitřní výnosové procento větší než diskontní sazba, investice je zisková.

Metoda volného cashflow na rozdíl od ostatních metod nepočítá s omezenou životností investice. Hodnocení investice pomocí metody volných peněžních toků zahrnuje některou z předešlých metod, pomocí níž se vyčíslí současná hodnota cash flow na za několik prvních let, podle dostupnosti vstupních dat. Dále se pomocí věčné anuity zjistí konečná hodnota cashflow, která se diskontuje k výchozímu období.

Oba dva dílčí výpočty se sečtou a poníží o investiční náklady, tím je vyčíslena čistá současná hodnota investice.

3.2 Trhy

Obecně je trh místo, kde dochází ke směně. Každý trh má dvě strany a to nabídkovou a poptávkovou. Ekonomické subjekty na straně nabídky a poptávky se střetávají v konkurenčním boji, jehož výsledkem je tržní cena.

Trhy se dají klasifikovat na základě mnoha kritérií. Podle předmětu směny existují trhy statků a služeb, výrobních faktorů, trh práce, peněžní a kapitálový trh.

K realizaci přímých zahraničních investic dochází na kapitálovém trhu. Ten, je spolu s peněžním trhem součástí finančního.

Trh se dá chápat jako soustava subjektů a vazeb mezi nimi navzájem. Tyto subjekty jsou tvořeny firmami, domácnostmi a zahraničními subjekty. Pravidla fungování trhu stanovují a na jejich dodržování dohlíží státní orgány.

Trhy jsou svou kapitalizací, kvalitou institucionálního prostředí, geografickou rozlohou, otevřeností atp. odlišné. Hovoří se pak o rozvinutých (developed), rozvíjejících se (emerging) a hraničních (frontier) trzích.

Neexistuje jediná a přesná definice, která by tyto tři skupiny trhů jednoznačně charakterizovala, avšak zjednodušeně se dá říci, že všechny tři skupiny trhů se od sebe liší svou rozvinutostí.

Tím, do jaké z výše jmenovaných tří skupin která země patří, se zabývá celá řada subjektů. Z těch institucionálních je to například Mezinárodní měnový fond (IMF) nebo Columbia University. Z komerčních institucí to jsou nejznámější finanční společnosti a ratingové agentury, například Moody's, Standard & Poor's Financial Services (S&P), FTSE Group, MSCI Inc., Russell Investments, a Dow Jones & Company.

Každá z těchto organizací pravidelně vytváří seznamy zemí na základě vlastních kritérií, a přestože jsou si dost podobná, může mezi jednotlivými seznamy docházet k odlišnostem. Například Česká republika je společnostmi Dow Jones & Company, Standard & Poor's Financial Services, Russell Investments a MSCI Inc. považována za emerging market, zatímco Mezinárodní měnový fond (IMF) ji řadí mezi vyspělé trhy.

3.2.1 Developed markets

Developed markets jsou země s nejvyspělejším hospodářstvím a kapitálovými trhy na světě. Vyznačují se vysokým hrubým domácím produktem na obyvatele, velkou úrovní industrializace, otevřeností vůči zahraničnímu vlastnictví, snadným pohybem kapitálu a účinností tržních institucí.

Kromě výše uvedených ekonomických kritérií se rozvinutost země posuzuje i kritérii demografickými, jako je gramotnost obyvatelstva, přístup ke vzdělání, zdravotní stav obyvatelstva a průměrná délka dožití. Tato kritéria jsou zahrnuta například do Indexu lidského rozvoje (HDI). Mezi země s vysokým HDI patří především státy západní a střední Evropy, dále pak USA, Kanada, Austrálie a Japonsko. (United Nations Development Programme, 2015)

3.2.2 Frontier markets

Hraniční trhy jsou ze všech tří nejméně rozvinuté. I proto jsou z pohledu investic hodnoceny jako nejrizikovější země na světě. Většina těchto států nemá svou vlastní burzu.

Například v roce 2015 společnost MSCI (2016) mezi frontier markets řadila 23 zemí, mezi nimiž bylo například Chorvatsko, Rumunsko, Pákistán, Keňa a Argentina.

Kapitálový trh je tvořen hlavně akciemi finančních a telekomunikačních společností, dále pak společnostmi produkující spotřební zboží. To jsou společnosti s pravidelnými měsíčními toky peněz.

Investice na těchto trzích bývají likvidní. Majetkové účasti jsou však netransparentní, majetkové struktury je těžké rozkrýt. Společnosti se potýkají s vysokými transakčními poplatky a trh obecně není moc regulován.

Investoři musí především počítat s vysokým měnovým a politickým rizikem.

3.2.3 Emerging markets

Emerging markets jsou v češtině též známé pod synonymem rozvíjející se trhy. Jsou charakteristické velkým hospodářským růstem. Tyto trhy mohou mít některé charakteristiky rozvinutých trhů. Jsou to země mající potenciál stát se rozvinutými nebo to jsou země, jež rozvinuté byly v minulosti.

Emerging markets jsou země mající potenciál stát se v budoucnu rozvinutými zeměmi (developed). Ale nemusí to být vždy pravidlem, například Maroku, do té doby rozvíjející se zemi, byl společností MSCI přidělen v roce 2013 status frontier market. Podobný osud potkal ve stejném roce také Řecko. Jeho akciový index se v důsledku dluhové krize Eurozóny propadl od roku 2007 o osmdesát tři procent. Řecko se tak stalo první zemí, která se z propadla z developed na emerging. (Bloomberg, 2013)

Do sedmdesátých let minulého století se pro země, méně rozvinuté než západní Evropa, USA a Japonsko používal pojem less developed countries (LDC), neboli méně rozvinuté země. Kvůli politické nekorektnosti termínu byl termín nahra-

zen pojmem emerging markets, za jehož autora a popularizátora je považován ekonom Světové banky Antoine Van Agtmael.

Světová banka samotná se definicí emerging markets nezabývá. Na svých webových stránkách (2015) uvádí, že seznamy emerging markets před lety prodala společnosti S&P a odkazuje na jejich web.

Agentura Standard & Poor's uvádí (2007), že emerging market musí splňovat alespoň jedno z kritérií:

Trh se podle metodiky Světové banky (WB) nachází v nízko nebo středně příjmové ekonomice, podíl tržní kapitalizace země k hrubému domácímu produktu (GDP) je nízký, trh je charakteristický nedostatečnou transparentností, hloubkou, tržní regulací a operační efektivitou.

Pro porovnání je uveden i pohled společnosti MSCI (2014) na rozvíjející se trhy. Ta je charakterizuje na základě tří oblastí:

- ekonomický rozvoj,
- velikost a likvidita,
- otevřenost trhu.

Ohledně ekonomického rozvoje společnost neklade na emerging (a rovněž ani na frontier) markets žádné požadavky. Avšak země, jejíž hrubý národní produkt (HNP) na obyvatele převyšuje o dvacet pět procent hranici vysoko příjmových zemí podle WB za tři po sobě následující roky je považována za developed. Tato hranice například v roce 2012 představovala HNP per capita ve výši 12 615 amerických dolarů.

Podle požadavků na velikost a likviditu musí na rozvíjícím trhu působit alespoň tři společnosti, jejichž: celková tržní kapitalizace dosahuje 1 260 milionů USD, kapitalizace volně obchodovatelných akcií dosahuje 630 milionů USD a likvidita cenných papírů dosahuje 15 % ATVR¹.

Na závěr, emerging market musí být hodnocen společností MSCI podle své otevřenosti vůči zahraničnímu vlastnictví a podle snadnosti toku kapitálu jako *Significant* (významný, značný), účinnost operačního rámce musí být hodnocena jako *Good and tested* (dobrá a testovaná) a stabilita institucionálního prostředí jako *Modest* (nízká).

Země, figurující na seznamech všech výše uvedených společností jsou Mexiko a Turecko, dále pak země známé pod akronymem BRICS - Brazílie, Rusko, Indie, Čína, Jižní Afrika.

3.3 Investiční rizika

Obecně pojem riziko vyjadřuje nejistý výsledek s potenciálním nežádoucím stavem. Riziko je míra nejistoty, pravděpodobnost, že bude dosažen výsledek, který se liší od výsledku očekávaného.

¹ ATVR je Annualized Traded Value Ratio neboli suma měsíčních mediánů obchodovaných hodnot.

Riziko z pohledu přímých zahraničních investic představuje pravděpodobnost, že skutečná návratnost investice bude nižší než očekávaná.

3.3.1 Druhy investičních rizik

Každá podnikatelská aktivita je nějakým způsobem riziková. Pokud společnost realizuje investice na domácím trhu, podstupuje určitá rizika. S přímými zahraničními investicemi se však tato rizika rozšiřují o další. Vyvíjení podnikatelských aktivit na zahraničním trhu je tedy v komparaci s domácí zemí rizikovější.

Obecně se dají rizika ve vztahu k přímým zahraničním investicím rozdělit do tří kategorií na rizika všeobecná, politická a ekonomická.

Všeobecná rizika vycházejí z kulturní a sociální odlišnosti domácí a hostitelské země. Vlivem rozdílné řeči, mentality a hodnot mohou být některé jevy a situace chápány odlišně. Režňáková mezi příčiny těchto rizik řadí navíc odlišnosti v náboženství, etice, autorských právech a sklon ke korupci. Kvůli těmto rozdílům může docházet k nedorozuměním s fatálními následky.

Politická rizika jsou taková rizika, při kterých může být návratnost investice ovlivněna nízkou institucionální kvalitou a politickou nestabilitou. Nízká institucionální kvalita má za následek vysoké utopené náklady. Ty zahrnují výdaje na překonání nedostatku znalostí a obeznámení se s hostitelskou zemí (Hayakawa, 2011).

Stejně tak jako se země liší po kulturně-sociální stránce, i politická kultura v různých zemích bývá jiná. Různé země mají různou legislativu, různě organizovanou veřejnou moc atp. S tím, jak se liší mezi zeměmi politická kultura, liší se způsoby, jak se místní autority vypořádávají s problémy.

Existují politicky nestabilní země, kde případné problémy jsou často řešeny převraty, válkami, změnami v právním systému. V některých zemích s politicky vypjatou situací mohou hrozit například rizika znárodnění soukromého majetku, nebo omezení pohybu kapitálu přes hranice. Všechny tyto situace pramenící z titulu státní moci se souhrnně označují jako politická rizika.

Vlivem změn makroekonomických ukazatelů existují **ekonomická rizika**, která mají negativní dopad hlavně na cashflow, plynoucí z investice mateřské společnosti.

Je to především riziko růstu cenové hladiny, znehodnocení kurzu měny, změna úrokových měr. Cashflow pochopitelně ovlivňuje i vývoj hospodářského cyklu. Na zahraniční investici se negativně promítne též platební neschopnost hostitelské země. Všechna tato ekonomická rizika jsou detailněji popsána níže.

Druhý způsob dělení rizik v závislosti na tom, zdali rizika ovlivní celý trh či nikoli, definuje rizika systematická a jedinečná (nesystematická).

Jedinečná, neboli nesystematická rizika nesouvisejí s ekonomickou situací. Jejich prezenze v ekonomice nemá vliv na celý trh. Tato rizika mohou mít dopad pouze na konkrétní odvětví, například vstup nového konkurenta na trh. Nebo mohou ovlivnit pouze jedinou firmu, Typickým příkladem takového rizika je nehoda ve výrobě, odchod klíčových zaměstnanců atp. Někdy může nesystematické riziko dokonce zasáhnout pouze dílčí projekt společnosti.

Systematická rizika jsou charakteristická svojí vazbou na ekonomickou situaci. Z toho vyplývá, že ovlivňují všechny ekonomické subjekty dané ekonomiky. Tato rizika mají původ ve změnách makroekonomických ukazatelů, souvisejí se změnami ve fiskální a monetární politice a se změnami v daňovém systému.

Mezi systematická rizika je řazeno:

- politické riziko;
- kulturní riziko;
- inflační riziko;
- měnové (kurzovní) riziko;
- úrokové riziko;
- riziko likvidity;
- riziko hospodářského cyklu
- riziko platební neschopnost země

Politické riziko je druh systémového rizika. Má tedy dopad na celý trh, všechny subjekty a transakce, které realizují.

Představuje pravděpodobnost poklesu hodnoty investice a peněžních toků v závislosti na politických rozhodnutích autorit hostitelské země.

Inflační riziko, jak už název napovídá, vyplývá z ekonomického jevu, zvaného inflace. Slovo samotné pochází z latinského *inflatio*, což se dá přeložit jako nafouknutí. Podle Jurečky (2010) je inflace definována jako zvyšování cenové hladiny, které má za následek snižování kupní síly peněz. Kupní síla peněz se mění nepřímo úměrně k vývoji cenové hladiny.

Obecně je přítomnost inflace v ekonomice chápána negativně, avšak řada ekonomů se domnívá, že pokud jde o inflaci mírnou, není pro hospodářství škodlivá.

Inflační riziko představuje pravděpodobnost, že se zrychlí růst průměrné cenové úrovně a tedy že reálná hodnota investice poklesne. Z tohoto důvodu se při hodnocení efektivnosti investic uvažuje reálný výnos. To je nominální, dosažený výnos očištěný o změnu cenové hladiny.

Měnové riziko je někdy též nazýváno jako kurzovní. Jde o druh rizika, které vzniká jako důsledek volatility měnového kurzu. V případě PZI může představovat vážnou hrozbu, protože aktiva jsou denominována v měně hostitelské země, jakožto zisky, generované z těchto aktiv.

Pokud dojde v době trvání investice ke znehodnocení měny hostitelské země oproti domácí měně, v přepočtu na domácí měnu se výnos z investice sníží.

Riziko likvidity souvisí s neschopností podniku prodat svá aktiva. Likvidita v užším slova smyslu, někdy též absolutní likvidnost definuje Synek (2007) jako schopnost jednotlivých aktiv (majetkových složek podniku) přeměnit se rychle a bez větších ztrát na peněžní prostředky.

Riziko likvidity tedy vyjadřuje míru pravděpodobnosti, že podnik nedokáže prodat svůj majetek z důvodu neexistující poptávky (při dané ceně a v daném okamžiku).

Prodej majetku se může stát aktuální na konci investičního projektu, kdy společnost chce prodat zbytkovou hodnotu investice. Dalším příkladem může být prodej aktiv za účelem restrukturalizace a zeštíhlení majetkové struktury, nebo se třeba vlivem modernizace mohou některá aktiva stát nepotřebná.

Dalším systematickým rizikem je **riziko hospodářského cyklu**. Jako hospodářský cyklus se rozumí (Korotayev, Tsirel, 2010) pravidelná oscilace ekonomické aktivity kolem dlouhodobého trendu a to na úrovni celé ekonomiky nebo v její podstatné části.

Posledním systémovým rizikem je úvěrové riziko nebo **riziko platební neschopnosti země**. Jedná se o pravděpodobnost, že země nebude schopna splácet své závazky. Pro tuto situaci se často používá termín státní bankrot.

V současnosti bývá častou příčinou státního bankrotu neúnosné předlužení země. Dalšími příčinami byly hlavně v minulosti války a změny režimu, kdy nástupnická vláda odmítla převzít závazky té svržené.

3.4 Peněžní toky

Peněžní toky, anglicky cashflow (CF), jsou rozdílem mezi příjmy a výdaji peněz za sledované období. Pokud podnik vytvoří víc peněz, než spotřebuje, jde o pozitivní cashflow, v opačném případě o negativní. Slouží jako ukazatel, zdali je podnik schopen vyplácet dividendy a pokrýt budoucí výdaje.

Finanční výkaz, sloužící jako přehled peněžních toků se nazývá *přehled o peněžních tocích*, někdy se též používá *výkaz cash flow*. Je součástí účetní závěrky.

Na cashflow jako ukazatel lze pohlížet dvěma způsoby. Statické pojetí cashflow chápe jako peníze, které má podnik k dispozici. Naopak dynamické pojetí peněžní toky rozumí jako budoucí výnos, zisk z investice.

Zajímavý pohled na cash flow vyplývá z problematiky oceňování podniku. Úkolem managementu každého podniku je zvyšování jeho celkové hodnoty. Ta přitom, jak uvádí Synek (2007) „není prostým součtem hodnot jednotlivých aktiv, ale je dána užitkem, který podnik poskytuje svému majiteli. Užitkem přitom jsou budoucí výnosy (zisky, cash flow)“. Očekávané peněžní toky tedy zvyšují hodnotu podniku. Předpoklad, že podnik bude existovat i v budoucnu (a tedy i generovat cash flow) se někdy v odborné literatuře nazývá *going concern princip*.

3.4.1 Členění

Podle činnosti podniku existuje cashflow z:

- provozní činnosti;
- finanční činnosti;
- investiční činnosti.

Cashflow z provozní činnosti představuje peněžní toky, které plynou z hlavní výdělečné činnosti, tedy z předmětu podnikání. Rovněž se do provozního CF zahrnují činnosti, které není přiřadit do finančního a investičního cashflow, dále pak mimořádné účetní případy. Pokud se nedá daň z příjmů jednoznačně přiřadit

do investiční a finanční činnosti, bere se rovněž jako součást CF z provozní činnosti.

Cash flow hraje důležitou roli v hodnocení investice. Podle Synka (2007) se za tímto účelem používá provozní cashflow.

Cashflow z finanční činnosti ovlivňuje výši a složení vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků. Jde tedy o přijaté úvěry a půjčky a o smlouvy o finančním pronájmu.

Investiční činnost spočívá v pořizování dlouhodobého majetku a jeho vyřazování prodejem. Do **peněžních toků z investiční činnosti** též spadá poskytování úvěrů, půjček a výpomocí a inkaso jejich splátek.

3.4.2 Výpočet

Peněžní toky jde kvantifikovat pomocí dvou metod a to přímé a nepřímé. Přímá metoda vyčísluje peněžní toky na základě jednotlivých pohybů peněz. Je tedy potřeba vzít každou účetní operaci, mající dopad na peníze. Vzhledem k množství transakcí, které podnik vykoná, je použití přímé metody velmi obtížné.

Proto se v praxi nejčastěji používá nepřímá metoda. Celý postup vychází z výsledku hospodaření (tedy zisku nebo ztráty), který se dále upravuje o nepeněžní operace a to tak, že výnosy, které nebyly peněžním příjmem, se odčítají a náklady, které nebyly peněžním výdajem, se přičítají. Dál se do postupu započítávají rozvahové operace, konkrétně peněžní příjmy, které nebyly výnosem, se musí k výsledku hospodaření připočítat a peněžní výdaje, které nebyly nákladem, odečíst.

Celkové peněžní toky jsou pak tvořeny sumou toků z provozní, finanční a investiční činnosti. Správnost vypočteného cashflow se dá snadno ověřit pomocí rozvahy – musí se totiž rovnat stavu peněžních prostředků. Peněžními prostředky se rozumí jak hotovost na pokladnách, tak stav na bankovních účtech.

3.5 Zhodnocení literární rešerše

Literární rešerše představila stěžejní pojmy bakalářské práce. Čtenáře seznámila s klasifikací trhů na základě jejich vyspělosti, jednotlivé druhy charakterizovala s důrazem na emerging markets, jimž se věnuje *Praktická část* práce.

Rešerše se dále zabývala investičními riziky, která definovala jako pravděpodobnost, že návratnost investice bude nižší, než investor původně očekával. Tato rizika rozdělila na základě příčin jejich vzniku na všeobecná, politická a ekonomická. Druhá uvedená klasifikace pak vychází z faktu, jestli se dotýkají pouze konkrétního investičního projektu či všech subjektů na trhu. V tomto případě potom rozčlenila investiční rizika na jedinečná a systematická.

Dalším důležitým termínem vyskytujícím se v práci jsou přímé zahraniční investice. Termín byl nadefinován z více zdrojů včetně české legislativy, která vychází z mezinárodního pojetí.

Přímá zahraniční investice představuje peněžní toky, které přicházejí do ekonomiky ze zahraniční, investor získává podíl na základním kapitálu zahraničního

podniku. Díky tomuto podílu má vliv na jeho řízení. Česká legislativa, konkrétně *devizový zákon* pak hovoří o podílu minimálně deset procent.

Rešerše za hlavní nositele přímých zahraničních investic označila nadnárodní korporace. Dále čtenáře seznámila s motivy vstupu těchto korporací na zahraniční trh a se způsoby, jak na tyto trhy vstoupit.

Čtenář se dále dozvěděl, jakými způsoby se přímé zahraniční investice a investice obecně oceňují, jmenovitě jde o metodu vnitřního výnosového procenta, doby splácení, výnosnosti a čisté současné hodnoty.

Poslední jmenovaná metoda je pro svoje výhody, jež bakalářská práce rovněž uvádí, použita v *Praktické části*. Jelikož její nejdůležitější proměnnou představují peněžní toky neboli cashflow, je jím pochopitelně v rešerši též věnován prostor.

Literární rešerše charakterizovala jak cashflow z provozní tak i z investiční a finanční činnosti. Zmínila i přímou a nepřímou metodu výpočtu peněžních toků.

4 Praktická část

Praktická část je modelovým příkladem k uchopení problematiky. Obecný metodologický přístup je aplikován na datech konkrétní společnosti, avšak je prezentován tak, aby bylo možno jeho konečné závěry a výsledky zobecnit.

Kapitola je rozdělena do šesti logických celků: První je věnován metodice, zabývající se způsobem, kterým dojde k řešení problému, definovaného v první kapitole.

Druhý celek se věnuje základním informacím o skupině ŠKODA Auto a její dceřiné společnosti ŠKODA Auto India Private Limited.

V dalším celku je podrobně představena metoda čisté současné hodnoty včetně jejího rozšíření o specifické vlivy přímých zahraničních investic. Součástí třetí podkapitoly jsou i vzorce původní a rozšířené metody včetně popisu proměnných.

Následující podkapitola praktické části se zabývá daty. Uvedeny jsou jejich zdroje, a protože některá nejsou dohledatelná, nechybí ani popis způsobů, kterými byly dopočítány.

Pátá část se věnuje samotnému výpočtu. Výsledek výpočtu je následně okomentován.

Poslední část kriticky hodnotí jak výsledek výpočtu, tak použitou metodu jako takovou. Autor se zamýšlí nad faktory determinujícími modelovou investici a porovnává vlivy těchto faktorů mezi emerging a developed markets.

4.1 Metodika

První část bakalářské práce, literární rešerše představila stěžejní pojmy vyskytující se v bakalářské práci, jako jsou přímé zahraniční investice, investiční rizika, rozvíjející se trhy a trhy obecně a peněžní toky. Rešerše rovněž uvedla charakteristiky těchto pojmů.

Vlastní práce má za cíl poskytnout potenciálnímu investorovi doporučení ohledně přímých zahraničních investic na rozvíjejícím se trhu (emerging market).

Tato doporučení budou učiněna na základě přímé zahraniční investice společnosti ŠKODA Auto v Indické republice. Konkrétně byla vybrána tato investice, protože je realizována českou firmou, tudíž se očekává dobrá dostupnost vstupních dat. Investice je realizována v Indii, typickém emerging market - Indická republika je klasifikována jako rozvíjející se trh všemi významnými finančními společnostmi, jako Dow Jones, FTSE, MSCI, Russell, S&P i Mezinárodním měnovým fondem. K výběru Indie přispěla i skutečnost, že v čistém přílivu přímých zahraničních investic v roce 2015 překonala Čínskou lidovou republiku a dostala se tak na první místo. (The Financial Times, 2015)

Významným důvodem výběru této investice je i její orientace na automobilový průmysl, tedy průmysl, který je velkou měrou zastoupen i v rozvinutých (developed) zemích. Proto je umožněná následná komparace výše uvedené investice s fiktivní investicí v prostředí rozvinutého trhu. Tato komparace je součástí inves-

tičního doporučení a na jejím základě mohou být vyvozeny závěry, objasňující premisy uvedené v úvodu práce.

K výpočtu výnosnosti byl použit vzorec čisté současné hodnoty (NPV), upravený pro zahraniční investice. Byl zvolen z toho důvodu, že dokáže zohlednit volatilitu měnového kurzu v průběhu doby investice, déle pak odpisy, zůstatkovou hodnotu investice, domácí i zahraniční sazbu daně a faktory, charakteristické pro emerging markets, jako jsou nedobytné pohledávky, pokles peněžních toků ostatních dceřiných společností a subvence na podporu PZI.

Jeho další bezespornou předností je zohlednění faktoru času, čímž bude na sledovaném jedenáctiletém intervalu dosaženo přesnějšího výsledku.

Veškeré výpočty v práci se vztahují k časovému období 2004 až 2014. Krajiní body tohoto intervalu byly stanoveny jednoduše: V únoru roku 2004 dochází k přesunutí výroby do vlastních prostor ve městě Aurangabád. Tyto prostory byly vybudovány investiční výstavbou na zelené louce během roku 2003, jež je tedy považován za výchozí období investice, počátek investičního projektu. Rok 2014 byl zvolen proto, že je to poslední rok, za který jsou data k dispozici. Ani v půli března 2016 nebyly údaje za rok 2015 publikovány.

4.2 Skupina Škoda Auto

Skupina Škoda Auto (dále jen Skupina) zahrnuje mateřskou společnost Škoda Auto a. s. a její dceřiné společnosti: Škoda Auto Deutschland GmbH, Škoda Auto Slovensko s. r. o., Škoda Auto India Private Ltd. a přidružené společnosti.

„Předmětem podnikatelské činnosti Společnosti je zejména vývoj, výroba a prodej automobilů, komponentů, originálních dílů a příslušenství značky ŠKODA a poskytování servisních služeb.“ (Výroční zpráva za rok 2014)

Automobily značky Škoda se v současné době nevyrábí pouze v České republice. Produkce úspěšně probíhá i v zahraničí, ať už ve vlastních výrobních závodech (dceřiné společnosti), v závodech Volkswagen nebo u smluvních partnerů. Jedná se především o tyto země: Slovensko, Ukrajina, Rusko, Kazachstán, Indie, Čína. (Výroční zpráva za rok 2010)

4.2.1 ŠKODA Auto a. s.

Společnost ŠKODA Auto a. s. je největším automobilovým výrobcem v České republice, řadí se tak v tuzemsku mezi nejvýznamnější průmyslové podniky.

Společnost k poslednímu dni roku 2014 zaměstnávala 24 631 zaměstnanců, bez zapůjčeného personálu a včetně učňů.

Sídlo společnosti se nachází v Mladé Boleslavi na adrese třída Václava Klementa 869, Mladá Boleslav II, 293 01. Je vedená u Městského soudu v Praze pod spisovou značkou B 332. IČO společnosti je 001 77 041.

Od 28. 4. 2014 je Škoda stoprocentně vlastněna společností VOLKSWAGEN FINANCE LUXEMBURG S. A., sídlící v Lucemburku. Tato společnost je pak vlastněna VOLKSWAGEN AG.

Škoda Auto má právní formu akciové společnosti. Vnitřní struktura společnosti je dualistická, jako statutární orgán tedy zřizuje představenstvo a jako orgán kontrolní, dozorčí radu.

Představenstvo společnosti má sedm členů: Winfried Krause, Michael Oeljeklaus, Bohdan Wojnar, Werner Eichhorn, Dieter Seemann, Christian Strube, Bernhard Mailer. Jménem společnosti jednájí společně dva členové představenstva.

Předsedou představenstva a výkonným ředitelem společnosti je Bernhard Maier.

Dozorčí rada měla šest členů, než se v březnu 2015 se rozrostla o tři na současných devět: Jaroslav Povšík, Jan Miller, Martin Jahn, Christian Klingler, Martin Winterkorn, Bernd Osterloh, Florina Louise Piëch, Daniell Peter Porsche, Miloš Kovář. V čele dozorčí rady od června 2015 stojí Christian Klingler.

Členové představenstva a dozorčí rady jsou uvedeni chronologicky, podle data jmenování do funkce.

4.2.2 ŠKODA Auto India Private Limited

Škoda Auto India Private Limited (SAIPL) vznikla dne 23. 12. 1999 jako společnost se symbolickým základním jměním, se sídlem v indické Mumbai. (Výroční zpráva za rok 2000) Mateřská společnost Škoda Auto a. s. k 31. 3. 2001 drží v SAIPL padesáti procentní podíl, který v roce 2003 navyšuje na 100 %. Transakcí došlo ke zvýšení základního kapitálu. (Výroční zpráva za rok 2003)

Výroba je zahájena teprve koncem roku 2001. V pronajatých prostorách v Aurangabadu, kam společnost přesídlila, jsou montovány vozy Škoda, jež jsou distribuovány výhradně pro indický trh. (Výroční zpráva za rok 2010)

V Aurangabadu byl v únoru 2004 otevřen nový montážní závod. Výrobní kapacity tak byly přesunuty z prostor, které měla SAIPL od roku 2001 pronajaté. Montáž v novém závodě byla zahájena vozy řady Octavia.

Jelikož byl celý montážní areál vystavěn od základu, z hlediska klasifikace přímých zahraničních investic se jedná o investici na zelené louce (angl. greenfield). Celkové náklady se vyšplhaly na téměř čtvrt miliardy korun, dle rozvahového kurzu 426 milionů indických rupií. (Výroční zpráva za rok 2004)

SAIPL v roce 2007 poprvé poskytla své výrobní kapacity aurangabádského závodu koncernovým značkám. Jde především o výrobu vozů Volkswagen, určené pro lokální trh. (Výroční zpráva za rok 2007)

Podle webu společnosti Volkswagen AG k 31. 12. 2014 zaměstnávala Škoda Auto India Private Ltd. 864 lidí. (Volkswagen Group, 2014)

Prodejní síť SAIPL v Indii se od roku 2003, kdy zahrnovala 20 partnerů, do roku 2010 zčtyřnásobila. Údaje za další roky nejsou k dispozici. Dá se ale očekávat, že v průběhu počet dealerů nadále roste, neboť počátkem roku 2016 se jejich počet podle webu společnosti (Škoda India, 2015) vyšplhal až na číslo 103.

Generálním ředitelem SAIPL je v současnosti Sudhir Rao. (Bloomberg, 2016)

4.3 Čistá současná hodnota

Metoda čisté současné hodnoty (NPV) je jedním z mnoha způsobů, kterými se hodnotí efektivnost investice. Dá se využít pro různé druhy investic (operativní, strategické, finanční) v rámci hodnocení firem, tak i pro vládní účely. (Brealey a Myers, 2002)

Přehled dalších nejčastěji používaných metod a jejich základní charakteristiky jsou uvedeny v kapitole *Literární rešerše*.

Metoda se nesoustředí na výnosy a náklady, což jsou ryze účetní položky. Jejím hlavním předmětem zájmu je cashflow.

Hlavní princip metody NPV spočívá v tom, že veškeré peněžní toky, které z investice po dobu její životnosti plynou, jsou diskontovány k výchozímu období.

4.3.1 Diskont

Výpočet NPV je velmi závislý na výši použitého diskontu. Každá společnost má svou vlastní diskontní sazbu, kterou používá. (De Ceuster, 2010)

Diskontování znamená odúročení peněžních toků diskontní úrokovou mírou, to má dva hlavní důvody – inflaci a oportunitní náklady.

Inflace je zvyšování průměrné hladiny cen v ekonomice. Tento jev snižuje kupní sílu peněz, to znamená, že za stejnou částku lze v současnosti pořídit více než v budoucnu.

Oportunitní náklady jsou náklady ušlé příležitosti. Místo investice do daného projektu může společnost s penězi naložit alternativně. Například investovat do jiného projektu, akcií či dluhopisů, nebo peníze zhodnotit v instrumentech peněžního trhu, jako jsou běžné a spořicí účty. Protože se však společnost rozhodla projekt přesto realizovat, vznikají jí tyto náklady, ve výši nejlepší možné alternativní možnosti.

Odúročení na čistou současnou hodnotu lze jednoduše vyjádřit následujícím vztahem:

$$PV = \sum_0^t \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \frac{CF_0}{(1+r)^0} + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

Proměnná v čitateli CF_t představuje peněžní toky v období t a proměnná r ve jmenovateli značí diskontní sazbu. (Scholleová, 2008)

Napříč různými zdroji existuje řada přístupů ke stanovení diskontu. Všechny se však shodují, že diskont představuje u NPV významný prvek. Stanovení jeho správné hodnoty vychází z kvalifikovaného odhadu manažerů a jejich schopnosti zhodnocovat peněžní prostředky. Práce představí tři nejzajímavější způsoby určení diskontu:

První z nich spočívá v navýšení bezrizikové úrokové sazby, kterou mohou být například výnosy spořicíh účtů, státních pokladničních poukázek či státních obligací, o rizikovou prémii. Stanovení rizikové premie však není nic snadného a opět

neexistuje jediný přístup. Výše rizikové prémie se dá určit subjektivně, ale měla by reflektovat riziko země, přijímající investici.

Další způsob podle De Ceustera (2010) spočívá ve stanovení diskontní sazby na úrovni průměrné ROE mateřské společnosti za několik posledních let.

ROE, z anglického Return of Equity, čili návratnost vlastního kapitálu přestává poměrový ukazatel mezi výnosy před zdaněním a úroky (EBIT) a vlastním kapitálem (angl. equity).

Pokud management nastaví diskontní sazbu ve výši ROE mateřské firmy, očekává od PZI, že se investované prostředky zhodnotí stejnou měrou, jako v mateřské firmě.

Na závěr je uveden přístup, stanovující sazbu na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Výpočet WACC je až příliš exaktní, což představuje potenciální problém: Při výpočtu, se na rozdíl od ostatních metod rozlišuje, jestli investované prostředky představují vlastní nebo cizí kapitál. V případě cizího kapitálu je potřeba znát úrokovou míru, náklad z jeho půjčení. Tento kapitál obvykle pochází z více zdrojů a má různou dobu splatnosti. Určit tedy náklady na cizí kapitál může být problematické. Přímé zahraniční investice bývají často, alespoň z části financovány mateřskou společností, což může vyvolávat otázky, zdali jde o vlastní nebo cizí zdroj.

4.3.2 Výsledek

Vyčíslení čisté současné hodnoty nabývá podoby absolutního čísla. Udává, v případě kladného výsledku, kolik investice z pohledu cashflow přinesla. Záporné znaménko má opačný význam. Nulová hodnota NPV značí, že investice z pohledu cashflow nic nepřinesla.

Snahou podniku, jehož cílem je maximalizovat svou tržní hodnotu, je tedy investovat do projektů, jejichž net present value je kladná. (Fernández, 2002) V případě hodnocení dvou a více projektů je nejvýhodnější ten, jehož NPV je vyšší.

Na tomto místě je důležité zmínit, že nelze slepě hledět pouze na čísla. Investice může společnosti přinést i nepeněžní příjem, který je těžké kvantifikovat. Například vybudování zahraniční pobočky může mateřské společnosti přinášet téměř nulový diskontovaný cash flow, ale nepeněžní přínos investice může v tomto případě být vybudovaná pozice, sloužící jako odrazový bod pro ukrajování vyššího tržního podílu nebo racionalizace výroby.

4.3.3 Výhody

Metoda NPV je nejrozšířenější metodou v hodnocení investičních projektů již od osmdesátých let. (Graham, Harvey, 2002) Oproti ostatním metodám má přednosti, pro které byla použita v této bakalářské práci.

Velkou výhodou je zohlednění faktoru času, jak již bylo uvedeno dříve. Výpočet zahrnuje i zůstatkovou hodnotu projektu v době konce životnosti projektu. Je to částka, kterou lze ocenit zbylá aktiva. Ty v případě prodeje zvyšují peněžní toky.

Vzorec čisté současné hodnoty (NPV) se dá upravit pro účely přímých zahraničních investic, má pak následující podobu (Durčáková, Mandel, 2010):

$$NPV = -SR_0 C_0 + \sum_{t=1}^j \frac{SR_t^e \cdot CF_t^e \cdot (1 - T_F)}{(1 + DR_D)^t} + \sum_{t=1}^j \frac{SR_t^e \cdot (D_t + IR_{F,t}^e \cdot NP_t) \cdot T_F}{(1 + DR_D)^t} + \frac{SR_j^e SV^e}{(1 + DR_D)^j} \quad (3)$$

Proměnné jsou:

- C_0 náklady projektu ve výchozím období denominované v zahraniční měně,
- SR_0 devizový kurz výchozího období,
- CF_t^e cash flow příštích období denominovaný v zahraniční měně,
- SR_t^e hodnota devizového kurzu v příštích obdobích,
- T_F zahraniční daňová sazba,
- DR_D domácí diskontní sazba,
- $IR_{F,t}^e$ zahraniční úroková míra příštích období,
- D_t odpisy v zahraniční měně,
- NP_t nesplacená jistina úvěru v zahraniční měně,
- SV_j^e zbytková hodnota investice.

4.3.4 Rozšíření specifickými zahraničními vlivy

Vzorec NPV je pak ještě možno rozšířit o specifické zahraniční vlivy, vznikne tak vzorec upravené čisté současné hodnoty ANPV (anglicky Advanced Net Present Value):

$$ANPV = -(SR_0 C_0 - SR_0 AA_0) + \sum_{t=1}^j \frac{SR_t^e \cdot (CF_t^e - LS_t^e) \cdot (1 - T_F)}{(1 + DR_D)^t} + \sum_{t=1}^j \frac{SR_t^e \cdot (D_t + IR_{F,t}^e \cdot NP_t) \cdot T_F}{(1 + DR_D)^t} + \sum_{t=1}^j \frac{SR_t^e \cdot S_t + A_t}{(1 + DR_D)^t} + \frac{SR_j^e \cdot SV^e}{(1 + DR_D)^j} \quad (4)$$

Vzorec upravené čisté současné hodnoty (ANPV) se oproti své původní variantě liší o tyto proměnné:

- AA_0 Aktivizované nedobytné pohledávky v zahraniční
- LS_t^e Pokles cashflow ostatních poboček v zahraniční měně
- S_t Subvence na podporu investic
- A_t Domácí daňové vyrovnání

Výpočet ANPV se skládá ze čtyř kroků, které jsou patrné již ze samotného vzorce. Durčáková a Mandel (2010) tyto kroky definují následovně:

- Určení nákladů investičního projektu;
- odhad diskontovaných peněžních toků po zdanění;
- odhad zůstatkové hodnoty investice po ukončení provozu;
- zahrnutí specifických zahraničních vlivů.

Náklady investičního projektu představují kapitálové výdaje vynaložené na realizaci investičního projektu. Typicky se jedná o výdaje za převzetí existující firmy nebo na stavbu nové firmy na zelené louce. Protože se obvykle jedná o částky, vynaložené v nultém roce trvání investice, není potřeba je diskontovat, respektive diskont je roven jedné.

Pokud by ovšem investiční náklady byly rozloženy do více období, je potřeba je odúročit obdobně, jako peněžní toky.

Jelikož se jedná o výdaje většinou vynakládané na zahraničním trhu, musí být devizovým kurzem výchozího období přepočteny na domácí měnu.

Investor od investice očekává, že mu v době trvání investice přinese zisk. Dceřiná firma na zahraničním trhu realizací své podnikatelské činnosti generuje finanční prostředky. Ty v průběhu délky investice plynou do mateřské společnosti.

Pokud investor zvažuje více alternativ, musí tyto budoucí potenciální toky umět odhadnout. **Odhad diskontovaných peněžních toků po zdanění** bývá samozřejmě nepřesný, neboť nikdy nelze vzít v potaz všechny faktory, respektive je kvantifikovat.

Z výše uvedeného vyplývá, že ve druhém kroku se ukrývá slabina metody výpočtu čisté současné hodnoty. Pro účely bakalářské práce toto ovšem nepředstavuje žádný faktor. Důvod je zřejmý: V práci je hodnocena výnosnost již realizované investice mezi lety 2004 až 2014, takže ony peněžní toky již reálně proběhly.

Všechen cashflow denominovaný v zahraniční měně je opět potřeba přepočítat do domácí měny. V práci jsou k přepočtu použity, není-li uvedeno jinak, rozvahové kurzy jednotlivých let. Rozvahový kurz je kurz k 31. prosinci daného roku.

Společnost musí pochopitelně na zahraničním trhu odvádět daně. Tento fakt musí být v souvislosti s cashflow zohledněn. Peněžní toky vyjádřené v domácí měně tak musí být očištěny o korporátní daň.

Jak už bylo zmíněno výše, princip NPV spočívá v diskontování peněžních toků k výchozímu období. Součástí druhého kroku tedy je diskontování peněžních toků domácí diskontní sazbou k období, kdy byl investiční projekt zahájen.

V průběhu trvání investice nepodléhá zdanění celý cashflow. Je potřeba vzít v potaz faktory, snižující daňovou základnu a tedy zvyšující toky peněz. Jsou to odpisy majetku, a pokud je investice alespoň z části financována zahraničními úvěry, pak i splatné úroky.

Vzorec upravené NPV kalkuluje i se **zůstatkovou hodnotou investice**. Pokud zahraniční pobočka ukončí podnikatelskou aktivitu, zůstanou po ní aktiva v podobě budov, výrobních zařízení, technologií atd. Tu je možné prodat a zvýšit tak výnosy mateřské společnosti.

Posledním krokem výpočtu ANPV je **zahrnutí vlivů, specifických pro zahraniční investice**. Tyto vlivy mají různý dopad na cashflow a tedy i na ANPV. Ně-

kteřé, jako třeba nedobytné pohledávky či pokles CF ostatních poboček ANPV snižují, jiné zase, například investiční subvence, čistou současnou hodnotu zvyšují. Zajímavý je vliv domácího daňového vyrovnání, vznikající z rozdílných sazeb příjmové daně v domácí a hostitelské zemi.

Tyto vlivy jsou podrobněji popsány v následující podkapitole *Data*.

4.4 Data

Primárním zdrojem dat se staly výroční zprávy skupiny ŠKODA Auto za roky 2000 až 2014 včetně. Ty jsou dostupné na webových stránkách skupiny. Jako další zdroje podnikových dat pro účely práce posloužily online dostupné dokumenty společností ŠKODA Auto a. s., ŠKODA Auto India Private Ltd. a Volkswagen AG.

Některé údaje SAIPL, jako například zisk je možno z těchto dokumentů vyčíst. Jiné, jako třeba cashflow, jsou uvedeny pouze konsolidovaně pro celou skupinu. Protože samotná indická dceřiná společnost nezveřejňuje téměř žádné dokumenty (patrně nemají podle indické legislativy informační povinnost jako tomu je například v zemích EU), bylo nutné se dopustit určitých zjednodušení.

Zdrojem hodnot makroekonomických ukazatelů a ukazatelů fiskálních a monetárních politik České republiky a Indické republiky se staly především oficiální weby státních institucí, jmenovitě: Česká národní banka (ČNB), Ministerstvo financí České republiky (MFČR), Oddělení přímých daní indické vlády (Income Tax Department, Government of India), Český statistický úřad (ČSÚ). Z nevládních organizací pak Mezinárodní měnový fond, Světová banka, Transparency International, International Labour Organization a ze soukromých společností Deloitte, KPMG a Moody's.

Za výchozí období je pro účely výpočtu považován rok 2003, protože v tomto roce byla zahájena investiční výstavba. K zahájení výroby došlo v únoru 2004, takže tento rok je pro účely práce považován za první rok délky investice.

Domácí měnou se rozumí česká koruna (CZK), zahraniční indická rupie (INR). Veškeré částky jsou, pokud není uvedeno jinak, vyjádřeny v cenách běžného období.

4.4.1 Náklady projektu C_0

Náklady projektu ve výchozím období v roce 2003 denominované v INR jsou finanční výdaje, vynaložené společností ŠKODA Auto na stavbu vlastního závodu v indickém městě Aurangabád. Jejich výše se vyšplhala na 426 milionů INR.

4.4.2 Devizový kurz SR

V práci je k výpočtům použit rozvahový kurz ŠKODA Auto. Společnost jej uvádí v jednotlivých výročních zprávách. Jedná se o devizový kurz CZK/INR platný k poslednímu dni daného roku. Rozvahové kurzy pro roky 2003 až 2014 jsou uvedeny v *Příloze*.

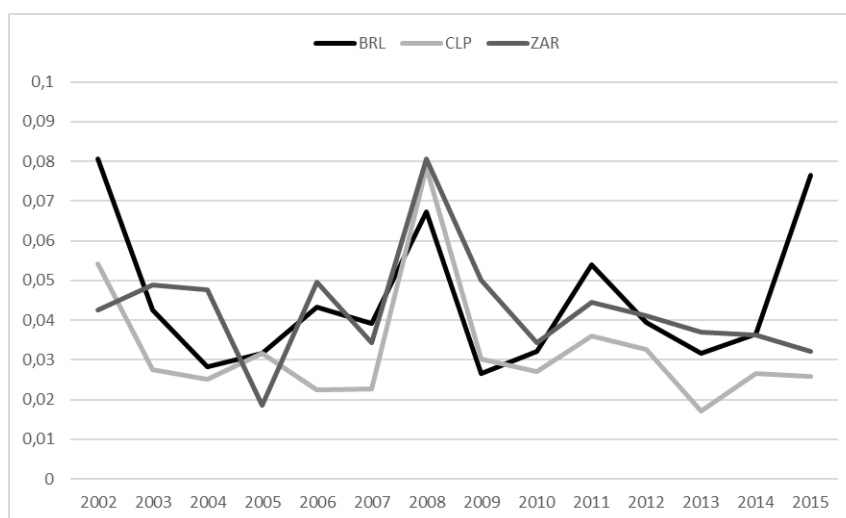
Kolísavost měnového kurzu v čase, neboli volatilita, má vliv na efektivitu investice. Mateřská společnost účtuje v domácí měně, ale cashflow plynoucí z dceřiných společností je denominován v zahraniční měně. Podstupuje tak měnové riziko, tedy riziko negativního vlivu pohybu měnového kurzu na peněžní toky.

V práci je volatilita demonstrována na vývoji kurzů vybraných měn k americkému dolaru. Z měn rozvíjejících se zemí jde jmenovitě o brazilský real (BRL), čilské peso (CLP), českou korunu (CZK), čínský jüan (CNY), indickou rupii (INR), jihoafrický rand (ZAR). Aby bylo možno porovnat volatilitu s vyspělými zeměmi, nechybí kurzy japonského jenu (JPY), švýcarského franku (CHF) a eura (EUR).

Podle zdroje dat, Mezinárodního měnového fondu (IMF), se jedná se o reprezentativní kurzy, vyhlášené denně centrálními bankami, které tyto měny emitují. (IMF, 2016)

S ohledem na dostupnost dat bylo zvoleno období od počátku roku 2002 do konce roku 2015. Data byla pomocí tabulkového procesoru upravena následovně: Každé měně byla z měsíčních dat vypočtena pro každou hodnotu difference oproti předešlé hodnotě. Z diferencí byly následně vypočteny pro každý rok směrodatné odchylky, které byly zaznamenány do grafů (viz níže). Vypočtené odchylky pro jednotlivé měny jsou uvedeny v *Příloze*.

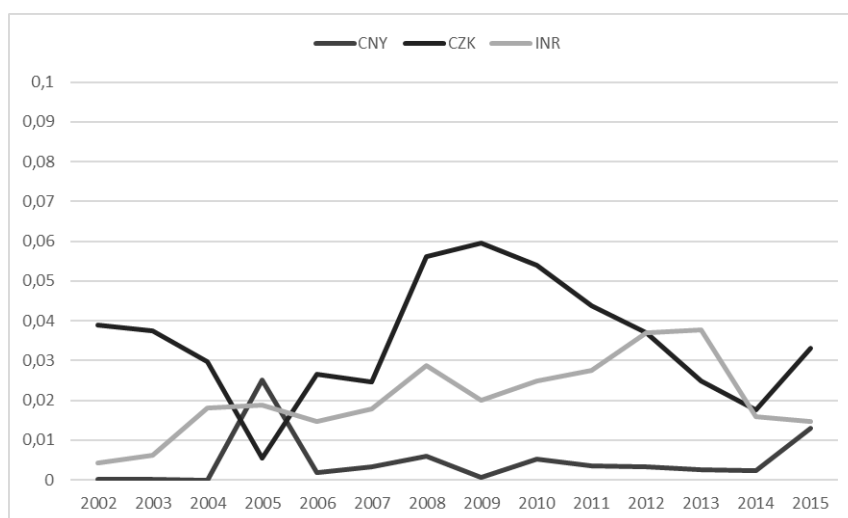
Přestože se u emerging markets očekávala vyšší volatilita, na základě porovnání jmenovaných měn nelze k tomu závěru jednoznačně dospět:



Obr. 1 Volatilita BRL, CLP a ZAR k americkému dolaru od počátku 2002 do konce 2015

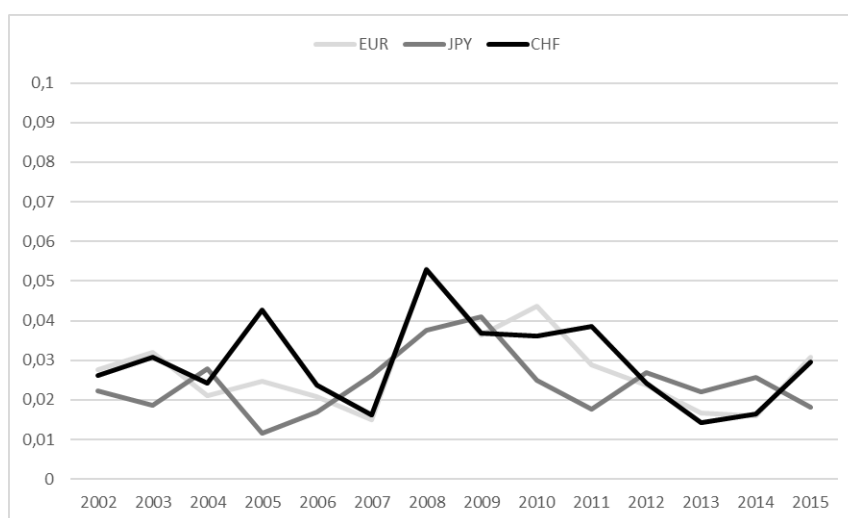
Graf výše znázorňuje kurzy Brazílie, Čile a Jihoafrické republiky k americkému dolaru. Z grafu jsou na první pohled patrné velké výkyvy, znamená to, že tyto tři měny emerging markets vykazují na časovém úseku od počátku roku 2002 do konce roku 2015 vysokou volatilitu.

Indická rupie a čínský jüan, jejichž kurzy k dolaru znázorňuje další graf, již tak vysokou volatilitou zatíženy nejsou. Výkyvy kurzů v čase jsou podstatně nižší.



Obr. 2 Volatilita CNY, CZK a INR k americkému dolaru od počátku 2002 do konce 2015

Následující graf znázorňuje na stejném časovém intervalu kurzy eura, japonského jenu a švýcarského franku. I v případě těchto měn je patrná volatilita, která je na úrovni čínské a indické měny.



Obr. 3 Volatilita EUR, JPY a CHF k americkému dolaru od počátku 2002 do konce 2015

I přes očekávání nelze učinit jednoznačný závěr, že investor na emerging markets čelí vyššímu kurzovému riziku. V případě investice do Brazílie, Čile nebo JAR bylo prokázáno vyšší měnové riziko, ale v případě Indie nebo Číny je míra tohoto rizika odpovídající eurozóně, Japonsku a Švýcarsku.

4.4.3 Cashflow CF_t^e

Metoda čisté současné hodnoty se většinou počítá s budoucími peněžními toky v rámci investičního rozhodování. Tyto očekávané toky je nutné nějakým způsobem odhadnout, takže dochází k nepřesnostem.

Jelikož je investice v této práci hodnocena na základě historických dat, není potřeba zacházet do jakýchkoliv predikcí cash flow. Bohužel, ŠKODA Auto ve výročních zprávách nevykazuje peněžní toky pro SAIPL zvláště, ale jsou součástí konsolidovaných peněžních toků celé skupiny. Též je nelze dohledat ani ve výročních zprávách a dalších dokumentech VOLKSWAGEN AG, vlastníka Škody.

Proto v této práci dochází ke zjednodušení. Cashflow SAIPL je odvozen z konsolidovaného cashflow skupiny a to na základě podílu zisku SAIPL na zisku celé skupiny. Přitom se předpokládá, že peněžní toky Škoda Auto India a její podíl na zisku skupiny jsou pozitivně korelovány.

V literární rešerši byly definovány peněžní toky z třech širokých oblastí působení podniku a to provozní, finanční a investiční. V praktické části a ve výpočtech peněžní toky často figurují a není-li výslovně uvedeno jinak, rozumí se peněžní toky z provozní činnosti.

Vzhledem k předmětu podnikatelské činnosti SAIPL se provozní cashflow jeví jako nejvýše vhodný. Škoda Auto India je výrobní podnik a investor očekává peněžní toky především z výroby. Její finanční a investiční aktivity jsou z tohoto pohledu nepodstatné.

Tab. 1 Stanovení provozního cashflow SAIPL (miliony korun)

Rok	Podíl zisku	Provozní CF Skupiny	Provozní CF SAIPL
2004	1,56 %	26794	417,2
2005	3,59 %	23550	846,3
2006	1,69 %	27420	463,7
2007	1,82 %	30787	561,0
2008	-1,31 %	13014	-170,3
2009	-5,38 %	26529	-1427,4
2010	0,37 %	28168	104,0
2011	0,33 %	28251	93,4
2012	0,39 %	23443	91,1
2013	0,33 %	34112	112,3
2014	0,15 %	45200	66,9

Porovnání cash flow s obdobnou investicí na vyspělém trhu je velmi obtížné, protože pravděpodobně nelze nalézt obdobný podnik co se objemu produkce, počtu zaměstnanců atp. týče.

Protože cíl práce, tedy doporučení investorovi, se opírá o metodu upravené NPV, kde peněžní toky hrají klíčovou roli, nesmí v doporučení chybět.

V rámci porovnávání rozvíjejících se a vyspělých zemí se nabízí zajímavý pohled na nákladovost vstupů do výroby.

Náklady se svojí strukturou liší napříč průmyslovými odvětvími. Například struktura nákladů automobilového průmyslu má na základě údajů z předních indických automobilek, jmenovitě TATA Motors Ltd., Ashok Leyland, Maruti-Suzuki India Ltd., Mahindra & Mahindra, Hindusthan Motors tuto podobu: osmdesát procent tvoří materiál a energie, deset procent mzdové náklady a o zbylých deset procent se dělí náklady na vývoj, logistiku, administrativu a distribuci.

Cílem práce je ale poskytnout doporučení bez zaměření na konkrétní odvětví, proto je potřeba nahlédnout na tuto problematiku obecněji.

Práce se zaměřuje na cenu elektrické energie a na mzdové náklady, což jsou vstupy, využívané v drtivé většině odvětví. Ty jsou porovnány mezi vybranými zeměmi:

Sběr dat ke mzdovým nákladům nebyl jednoduchý. Existuje řada zdrojů, ale vzhledem k různým metodikám napříč zeměmi jsou data mezi sebou navzájem neporovnatelná a mají tak téměř nulovou vypovídací hodnotu. Proto se práce musí spokojit s neúplnými daty, ale porovnatelnými:

Následující tabulka zachycuje mzdové náklady za hodinu na jednoho zaměstnance ve výrobě. Náklady zahrnují odměnu za vykonanou práci, prémie a příspěvky, náklady zaměstnavatele na sociální zabezpečení, ubytování hrazené zaměstnavateli, náklady na odborné vzdělávání, jídlo, pití a dopravu hrazenou zaměstnancům, pracovní oděvy a ochranné prostředky. (International Labour Organization, 2011) Data jsou v amerických dolarech, zaokrouhlená na jedno desetinné místo matematicky. Hodnoty nahrazené x se nepodařilo zjistit:

Tab. 2 Hodinové mzdové náklady ve výrobě v USD ve vybraných zemích v letech 2010 a 2013

Země	2010	2013
Brazílie	10,0	10,7
Česká republika	11,4	12,2
Čile	x	7,3
Čínské lidová republika	1,98	x
Německo	44,3	49,0
Indie	1,5	x
Japonsko	31,6	29,1
Jihoafrická republika	x	5,5

Zdroj: International Labour organization, 2011

Na první pohled je patrný značný rozdíl mezi emerging markets a rozvinutým Německem a Japonskem. Z rozvíjejících se trhů jsou náklady na práci nejvyšší České republice. Nejnižších hodnot dosahuje Indie, následovaná ČLR.

Tabulka níže vykazuje průměrné ceny elektrické energie ve vybraných zemích pro koncové odběratele. Ceny jsou v centech amerického dolaru za jednu kilowatt-hodinu.

Tab. 3 Cena elektřiny v centech USD za 1 kWh ve vybraných zemích v letech 2011 a 2015

Země	2011	2015
Brazílie	34	37
Česká republika	17	15
Čile	23	25
Čínské lidová republika	8	11
Německo	35	33
Indie	8	12
Japonsko	26	28
Jihoafrická republika	12	17

Zdroj: Statista, 2016 a World Atlas, 2015

Ceny elektrické energie jsou, stejně jako mzdy, v případě emerging markets nižší. Výjimku tvoří Brazílie, jež se v letech 2011 a 2015 pohybuje na úrovni Německa. Z vybraných zemí elektřina je, stejně jako mzdy, nejlevnější v Indii a ČLR.

4.4.4 Indická daňová sazba T_F

Protože Škoda Auto India Private Limited je právnická osoba, podléhají její zisky korporátní dani z příjmu. Tu společnost odvádí v Indické republice.

Tato daň je v Indii vybírána od obchodních společností, ty se pro daňové účely dělí na domácí a zahraniční. U prvních jmenovaných se používá základní sazba daně 30 procent a u zahraničních je čtyřiceti procentní.

Základní sazbu daně je nutno upravit. Postup této úpravy je u domácích společností odlišný oproti zahraničním. Společnost Škoda Auto India Private Limited splnila podmínky, na jejichž základě je z pohledu indických daňových zákonů považována za domácí. (Výroční zpráva za rok 2003) Z tohoto důvodu je v této práci vysvětlen pouze postup výpočtu sazby daně domácích firem:

Základní (tedy třiceti procentní) sazbu daně Z je nutno upravit o tzv. surcharge (přirážku) a education cess.

Přirážka (angl. *surcharge*) se odvíjí od výše příjmu společnosti: Společnostem s příjmy do deseti milionů rupií není přirážka připočítávána. Pokud příjmy převyšují 10 milionů rupií, ale nejsou vyšší než 100 milionů rupií, pak přirážka činí 7%. Společnosti s celkovými příjmy nad 100 milionů INR podléhají přirážce ve výši 12%.

Sazba indické daně pochopitelně v minulosti vždy neodpovídala stejným hodnotám. Daně obecně jsou jedním z nástrojů fiskální politiky vlády, a proto se jejich sazba mění v souladu naplňováním fiskálních cílů.

V Indické republice dochází ke změnám daňové sazby prostřednictvím přirážky S . Výše uvedených 7 a 12 procent platí od roku 2015, například 2013 a 2014 nabývaly hodnot o dva procentní body nižších, tedy 5 a 10 procent.

Dále je potřeba přičíst *education cess EC*, ta se rovná třem procentům ze základní sazby navýšené o přirážku. Tím vzniká konečná korporátní sazba daně.

Výpočet sazby daně TR pro SA IPL v roce 2014:

$$\begin{aligned}
 TR &= Z \cdot (1 + S) + (1 + EC) \\
 TR &= 30 \cdot 1,1 \cdot 1,03 \\
 TR &= 33,99\%
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

V případě indických společností se jako základ daně použijí všechny příjmy, tedy i ty, dosažené mimo Indii.

Společnost je považována za indickou, pokud:

- je to indická společnost; nebo
- sídlo výkonného managementu je v Indii.

Pro tyto účely se sídlem výkonného managementu myslí místo, kde jsou činěna manažerská a obchodní rozhodnutí, nezbytná pro provozování podnikatelské činnosti.

Sazba daně má negativní vliv na výnosnost investice, protože s jejím růstem se snižuje cashflow. Již z komentovaného výpočtu sazby daně pro rok 2014 je patrné, že Indická republika patří mezi země, co právnické osoby zdaňují relativně vysokou sazbou. Vývoj indické korporátní daně za předchozích deset let znázorňuje následující tabulka. Uvedeny jsou i korporátní sazby daně dalších zemí BRICS, konkrétně Brazílie, Čínské lidové republiky a Jihoafrické republiky, které jsou typickými emerging markets (Pistulková, 2011) a Čile. Pro úplnost tabulka uvádí i korporátní sazbu daně vyspělého Německa a Japonska:

Tab. 4 Korporátní daň ve vybraných zemích od 2006 do 2015

Rok	Brazílie	Čile	Indie	ČLR	JAR	ČR	Něm.	Jap.
2006	34,00	17,00	33,66	33,00	36,89	24,00	38,34	40,69
2007	34,00	17,00	33,99	33,00	36,89	24,00	38,36	40,69
2008	34,00	17,00	33,99	25,00	34,55	21,00	29,51	40,69
2009	34,00	17,00	33,99	25,00	34,55	20,00	29,44	40,69
2010	34,00	17,00	33,99	25,00	34,55	19,00	29,41	40,69
2011	34,00	20,00	32,44	25,00	34,55	19,00	29,37	40,69
2012	34,00	18,50	32,45	25,00	34,55	19,00	29,48	38,01
2013	34,00	20,00	33,99	25,00	28,00	19,00	29,55	38,01
2014	34,00	20,00	33,99	25,00	28,00	19,00	29,58	35,64
2015	34,00	22,50	34,61	25,00	28,00	19,00	29,65	33,06

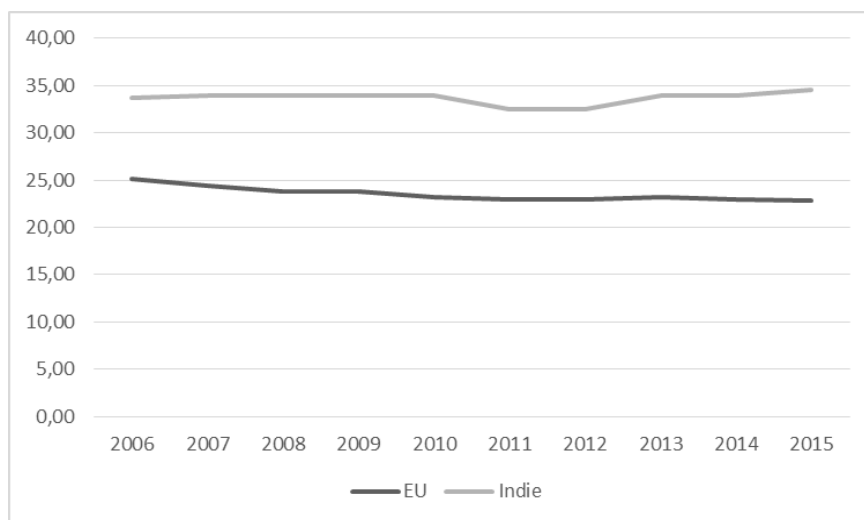
Zdroj: KPMG, 2016 a European Commission, 2015.

Z tabulky je patrný mírný rostoucí trend na datech Indické republiky a Čile. V roce 2011, resp. 2012 sice došlo ve vývoji sazeb obou zemí ke zlomu, ale i od nich sazby nadále meziročně rostou. V ostatních případech, s výjimkou konstantní brazilské sazby dochází k poklesu.

Sledovaná investice Škoda Auto v Indii je zatížena ve srovnání s ostatními emerging markets vysokou příjmovou daní. Na datech vybraných zemí zjištěno, že

sazby daně rozvíjejících se zemí nepřevyšují sazbu německou a japonskou, tedy vyspělých zemí.

Pro lepší představu o výši indické sazby práce uvádí ještě následující graf, který ji porovnává s průměrem sazeb dvaceti osmi států Evropské unie.



Obr. 4 Korporátní daň v Indii a průměr korporátních daní v EU-28 mezi lety 2006 až 2015

4.4.5 Česká diskontní sazba DR_D

V práci je použita diskontní sazba pro Českou republiku a to proto, že zde sídlí mateřská společnost, která vede účetnictví a všechny peněžní toky z dceřiných společností převádí na české koruny.

Jako základ pro stanovení diskontní sazby se stal výnos desetiletých dluhopisů, emitovaných Českou republikou, zastoupenou Ministerstvem financí. Konkrétně byly zvoleny dluhopisy ze čtyřicáté emise, vydané 16. června 2003, tedy v době, odpovídající nultému období sledované investice ŠKODA Auto. Tyto dluhopisy, s ISIN CZ0001000814, jsou úročeny kuponem s pevnou úrokovou sazbou ve výši 3,7 % ročně (MFČR, 2003). Státní dluhopisy byly zvoleny proto, že jsou obecně považovány za bezrizikový investiční instrument.

Diskontní sazba by měla, jak bylo vysvětleno výše, zohledňovat i pohyb hladiny cen. Proto je navýšena o průměrný přírůstek indexu spotřebitelských cen v České republice za roky 2004 až 2014. Ten na základě výpočtu z dat Českého statistického úřadu (2016) zaokrouhleně odpovídá 2,3 %.

Nakonec je do sazby zakomponována rizikové prémie. Cílem této prémie je postihnout riziko země, tedy Indické republiky.

Výše prémie byla převzata z dat profesora Aswath Damodarana z New York University. Ten sestavuje ratingy dluhopisů jednotlivých zemí, které, jak uvádí, je možné použít jako rizikové prémie. Vychází při tom z ratingů zemí agentury Moody's. (Damodaran, 2016)

Pro Indickou republiku, kterou Moody's hodnotí ratingem Baa3 (Moody's, 2016), byla získána riziková prémie ve výši 3,28 % (Damodaran, 2016), po zaokrouhlení na desetiny matematicky 3,3 %.

Součtem všech tří hodnot byla získána diskontní sazba ve výši 9,3 %.

V případě úvahy alternativní investice v hospodářsky vyspělejší zemi by byl diskont stanoven podobně, pouze by se změnila riziková prémie.

Riziková prémie pro Českou republiku by použitím dat profesora Damodarana (2016), hodnocenou agenturou Moody's ratingem A1, odpovídala hodnotě 1,05 %, pro sousední Německo, hodnocené nejvyšším možným ratingem Aaa by byla nulová. Japonsku, považovanému za vyspělou zemi, by byla obdobným způsobem stanovena přírážka za riziko stejná, jako v případě ČR.

Riziková prémie Čile, hodnocené Aa3 by byla 1,27%, Čínské lidové republiky (rating Aa3) 0,9%, Jihoafrickou republiku (rating Baa2) 2,84%. Brazílie, stejně jako Indie, stojící se svým ratingem Baa3 na hranici investičního pásma, by měla rizikovou premii 3,28 %.

Všechny tyto země svými ratingy spadají do méně rizikového investičního pásma. Druhá polovina ratingové stupnice je pak označována jako spekulativní pásmo, na jejím vrcholu je Moody's situováno například Maďarsko, s rizikovou premii 3,72 %. Jeden z nejhorších ratingů Caa3 má například politicky nestabilní Ukrajina a předlužené Řecko s premii 14,9 %.

Prostým aritmetickým průměrem ratingů osmadvaceti zemí Evropské unie byla získána riziková prémie 2,23 %. Takto zprůměrovaná prémie pro EU je tedy o více než jeden procentní bod vyšší oproti Indické republice. Po vyloučení Řecka z datového souboru jako extrémní hodnoty takto očištěná riziková prémie EU poklesne na přibližně 1,57 %. Ve srovnání s Indií je tedy méně než poloviční.

Ratingy zemí EU a jejich rizikové prémie podle Damodarana jsou uvedeny v příloze.

4.4.6 Odpisy v rupiích D_t

Z výročních zpráv nelze vyčíst výši odpisů společnosti SAIPL. Obdobně jako v případě cash flow jsou uvedeny konsolidovaně pro celou skupinu.

Pro výpočet byla jejich přibližná hodnota stanovena způsobem obdobným, jako v případě cash flow.

Odpisy vlastně představují opotřebení podnikového majetku, které vzniká jeho používáním. Z toho logicky vyplývá, že výše odpisů musí korespondovat s hodnotou podnikových aktiv, přičemž se předpokládá pozitivní korelace. Tyto předpoklady se staly výchozím bodem pro odhadnutí jejich přibližné hodnoty.

Z výročních zpráv, z toho, co jakkoliv souvisí s majetkem SAIPL, byla na sledovaném období známa pouze účetní hodnota. Ostatní ukazatele byly, obdobně jako cash flow, konsolidovány pro celou Skupinu.

Nejprve byl tedy určen podíl účetní hodnoty SAIPL na hodnotě všech aktiv Skupiny. Tímto podílem pak byla násobena hodnota konsolidovaných odpisů.

Tab. 5 Odhad hodnoty odpisů SAIPL (hodnoty v mil CZK)

Rok	Podíl účetní hodnoty	Odpisy Skupiny	Odpisy SAIPL
2004	0,019 %	10 606	1,984
2005	0,401 %	12 292	49,302
2006	0,342 %	12 614	43,161
2007	0,985 %	11 802	116,205
2008	0,931 %	10 842	100,933
2009	0,963 %	11 878	114,389
2010	0,840 %	14 167	118,984
2011	0,742 %	12 746	94,626
2012	1,290 %	11 932	153,787
2013	1,188 %	14 502	172,269
2014	1,047 %	16 397	171,742

4.4.7 Nesplacená jistina úvěru NP_t

Podle všech dostupných dat nic nenasvědčuje tomu, že by společnost přijímala úvěry na indickém trhu. Veškeré zdroje pochází od mateřské společnosti, respektive od ostatních společností koncernu Volkswagen. Tyto prostředky jsou denominovány v korunách, popřípadě eurech.

V práci se tedy předpokládá, že společnost nemá žádné nesplacené úvěry v indických rupiích. Ve výpočtech tedy tato proměnná nabývá v každém období nuly.

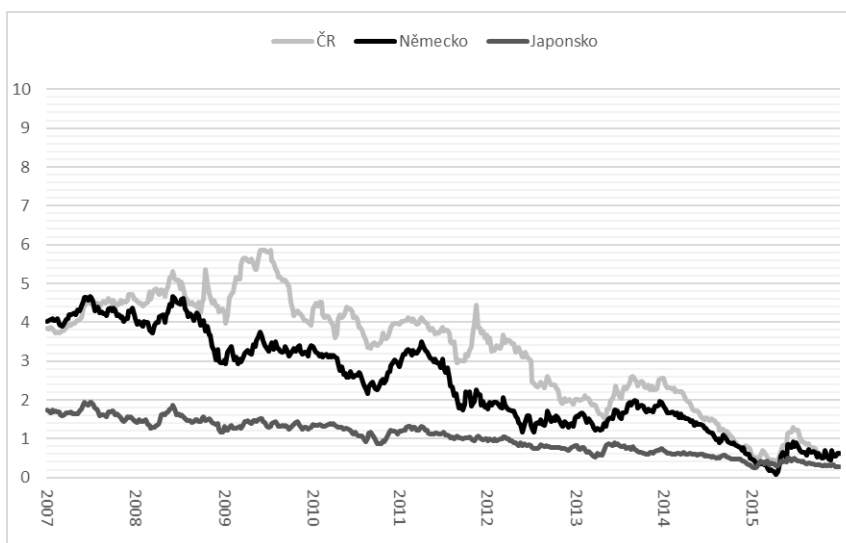
4.4.8 Indická úroková míra $IR_{F,t}^e$

Pro účely výpočtu ANPV je úroková míra nepodstatná, protože se s ní násobí nulová nesplacená jistina úvěru.

V případě, že je však PZI alespoň z části financována zdroji, získanými na trhu hostitelské země, stává se z úrokové míry důležitá veličina, která ovlivňuje nákladnost úvěrů a má tedy dopad na cashflow. Problematickou se stává především výrazná a neočekávaná změna úrokové míry.

Velké korporace často získávají zdroje prostřednictvím emise vlastních dluhopisů. Jejich výnosnost reflektuje makroekonomickou situaci země a fázi hospodářského cyklu.

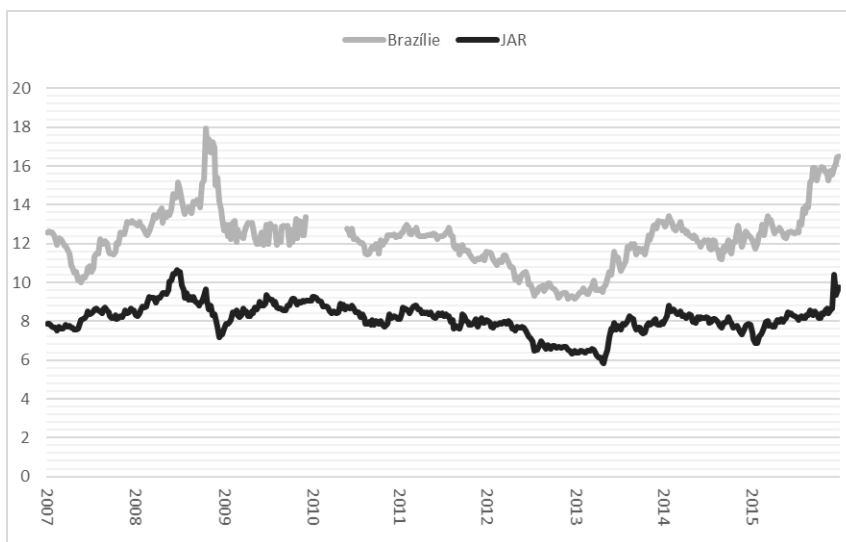
Právě z důvodu jejich užití jako zdroje financování PZI, posloužily desetileté dluhopisy účelům práce. Následující tři grafy níže na týdenních datech znázorňují, jak se vyvíjela výnosnost desetiletých dluhopisů od počátku roku 2007 do konce roku 2015 na dvou vyspělých trzích – v Německu a Japonsku a na dvou rozvíjejících se trzích, a to v České republice, Brazílii, Jihoafrické republice, Čínské lidové republice a Indii: (Investing, 2016)



Obr. 5 Výnosnost dluhopisů v ČR, Německu a Japonsku od 2007 do 2015

Graf na horním obrázku znázorňuje vývoj výnosů dluhopisů v České republice, Německu a Japonsku. Výnos v případě Česka je nejvyšší a to z toho důvodu, že je kategorizováno jako rozvíjející se země. Vyšší úroková sazba reflektuje horší rating země a vyšší riziko.

Níže jsou uvedeny výnosy čtyř emerging markets na stejném časovém intervalu. Pro přehlednost jsou data rozdělena do dvou grafů. Oproti předchozímu grafu je však použit dvakrát větší rozsah měřítka vysvětlované proměnné (svislá osa).



Obr. 6 Výnosnost dluhopisů v Brazílii a Jihoafrické republice od 2007 do 2015

Každá společnost je součástí prostředí, které ji ovlivňuje. Pravděpodobnost, že tyto vlivy, ať už například politické, ekonomické, ekologické, nebo společenské nega-

tivně ovlivní hospodářskou činnost podniku, se dá přirovnat k systematickým rizikům definovaným v rešerši.

Protože je pravděpodobnost, že k nějaké negativní situaci dojde, na emerging markets vyšší, musí společnosti u emise sloužící k financování PZI na těchto trzích nabídnout vyšší výnos.



Obr. 7 Výnosnost dluhopisů v Čínské lidové republice a Indii od 2007 do 2015

Na první pohled je patrný značný rozdíl ve výnosnosti dluhopisů mezi emerging markets. Na sledovaném období 2007 až 2015 dosáhla nejvyššího průměrného výnosu Brazílie s 12,2 %, druhé nejvyšší průměrné výnosnosti Jihoafrická republika s 8,1 %. Výnosnost indických dluhopisů se pohybuje v průměru těsně pod osmi procenty. Podstatně nižší 2,4% průměrné výnosnosti dosahují dluhopisy Německa a ze všech sedmi zemí je výnosnost nejnižší v případě Japonska a to něco málo nad 1 %.

Nejextrémnějších výkyvů dosahuje výnosnost brazilských dluhopisů, na sledovaném horizontu činil rozdíl mezi maximální a minimální hodnotou 8,8 procentních bodů. U České republiky byla překvapivě zjištěna druhá nejvyšší diference a to 5,6 procentních bodů. Diference německých dat činila 4,6 procentního bodu a předčila tak Indii s více než čtyřmi p. b. Rozdíl mezi nejvyšší a nejnižší hodnou u Japonska nabyl pouze necelých 1,8 procentního bodu.

Závěrem lze tedy konstatovat, že úroky dluhopisů emerging markets jsou vyšší než u dluhopisů developed markets. Cizí kapitál jako zdroj financování je tedy na rozvíjejících se trzích dražší.

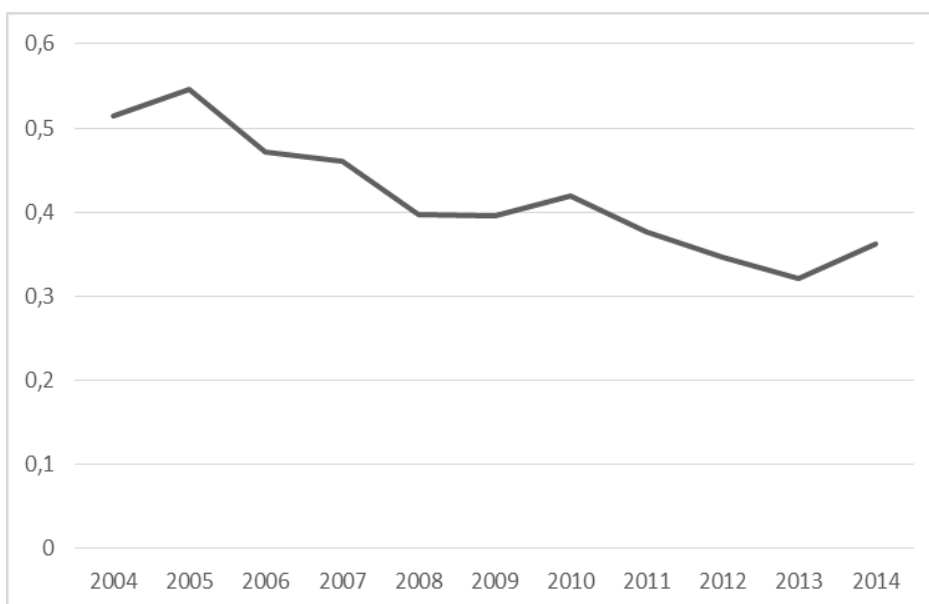
S výkyvy výnosů v čase už závěr takto jednoznačný není. Například maximální odchylka výnosů Indie předčila na sledovaném období Českou republiku i Německo.

4.4.9 Zbytková hodnota investice SV_j^e

Společnost SAIPL na konci sledovaného období v roce 2014 s výrobou a montáží automobilů nekončí. Proto je zůstatková hodnota investice nahrazena účetní hodnotou Škoda Auto India v roce 2014. Pro účely výpočtu je nutné použít vyjádření v korunách. Účetní hodnota k 31. 12. tohoto roku dosahovala 2 062 milionů korun.

Výše zbytkové hodnoty investice je významně ovlivněna směnným kurzem na konci doby trvání investice.

Pokud zahraniční měna na investičním horizontu vůči domácí měně posílí, zbytková hodnota investice poklesne. Jak ukazuje následující graf na *Obr. 8*, rozvahový kurz Skupiny během sledovaného období poklesl a na konci tohoto období dosáhl asi 70 % své počáteční hodnoty.



Obr. 8 Rozvahový kurz CZK/INR spol. Škoda Auto od roku 2004 do roku 2014

4.4.10 Aktivizované nedobytné pohledávky v zahraniční AA_0

Z dostupných dat nevyplývá vlastnictví nedobytných pohledávek společností ze skupiny Škoda. Ve výpočtech jsou tedy nulové.

Pohledávky se stávají nedobytnými především v důsledku nekvalitního institucionálního prostředí a rozbujelé korupce ve veřejném sektoru.

Korupcí ve světě se zabývá řada institucí. Například Transparency International každoročně od roku 1995 sestavuje Index vnímání korupce (Corruption perceptions index), založený na názorech odborníků. Index měří úroveň zkorumpovanosti veřejného sektoru jednotlivých zemí světa.

Index nabývá hodnot od nuly do sta, přičemž vyšší hodnota indexu neboli skóre znamená menší míru korupce a naopak. (Transparency International, 2016)

V roce 2015 bylo indexem hodnoceno 168 zemí. Mezi pěti zeměmi s nejnižší mírou korupce se nacházely čtyři evropské země. Konkrétní pořadí zemí a jejich skóre je následující: Dánsko (91), Finsko (90), Švédsko (89), Nový Zéland (88) a Nizozemí (87).

Naopak mezi pět zemí s nevyšší mírou korupce ve veřejném sektoru organizace Transparency International zařadila tyto země: Somálsko (8), Severní Korea (8), Afganistán (11), Súdán (12) a Jižní Súdán (15).

Míru korupce ve vybraných developed a emerging markets a jejich pořadí ve světě za účelem vytvoření si představy o institucionální kvalitě uvádí následující tabulka:

Tab. 6 Hodnoty Indexu vnímání korupce ve vybraných zemích v 2015 a jejich pořadí ve světě

Země	Hodnota	Pořadí
Brazílie	38	76.
ČR	56	37.
Čile	70	23.
ČLR	37	83.
Indie	38	76.
Japonsko	75	18.
JAR	44	61.
Německo	81	10.
Švýcarsko	86	7.

Zdroj: Transparency International, 2016

Z dat v tabulce je patrné, že mezi institucionálním prostředím ve vyspělých zemích, jako je Japonsko, Německo, Švýcarsko a emerging markets panuje značný rozdíl.

Velmi rozdílné jsou i samotné rozvíjející se trhy mezi sebou navzájem, důkazem toho může být Čile a ČLR, které od sebe dělí šedesát pozic. Ostatně Čile se překvapivě hodnotou indexu přibližuje vyspělému Japonsku.

Investor by si měl být rozdílné kvality institucionálního prostředí vědom, stejně tak rizika nedobytnosti pohledávek, které z ní vyplývají.

4.4.11 Pokles cashflow ostatních poboček v zahraniční měně LS_t^e

Tato veličina slouží k postihnutí odlivu zákazníků od ostatních dceřiných společností vlivem realizace PZI. Jinými slovy může dojít k situaci, kdy nově vybudovaný či převzatý podnik konkuruje ostatním společnostem spadajícím pod stejnou společnost.

Tato práce s poklesy cashflow ostatních poboček v zahraniční nepředpokládá a to na základě těchto informací: Jak již bylo uvedeno dříve, skupina Škoda působí v Indii prostřednictvím SAIPL od roku 1999, do této doby zde své produkty neprodávala, tedy investice do SAIPL se nemohla promítnout na poklesu cashflow ostatních poboček. V tomto regionu (jižní a východní Asie) působí skupina též v Čínské lidové republice. Jelikož je naprostá většina produkce SAIPL podle výročních zpráv

skupiny dodána indickým zákazníkům, nepředpokládá se tedy jejich konkurence v sousední Číně a tedy i pokles cashflow.

V Indické republice působí Volkswagen Auto India (společně se Škodou jsou součástí koncernu Volkswagen), který se SAIPL úzce spolupracuje, jak již bylo zmíněno. Škoda Auto India vyrábí v omezeném množství i vozy Volkswagen, takže by se dalo o jistém poklesu peněžních toků Volkswagen Auto India uvažovat, avšak pouze z pohledu koncernu Volkswagen. Z pohledu škodovického koncernu nikoliv.

4.4.12 Subvence na podporu investic S_t

Z dostupných zdrojů dat se nepodařilo získat jakékoliv informace o subvencování SAIPL Indickou republikou. Z tohoto důvodu je se subvencemi počítáno jako s nulovými. Pochopitelně může jít nepřesnost, která může vést ke zkreslení výsledku, ale protože cílem práce není samotný výpočet ANPV, dá se toto zjednodušení akceptovat.

4.4.13 Domácí daňové vyrovnání A_t

Tato veličina vychází z rozdílů ve zdaňování firem v domácí a hostitelské zemi. V případě, že sazba korporátní daně z příjmů hostitelské země je nižší, mohou domácí daňové orgány provést dopočet do výše domácího zdanění. Z toho plyne, že tato proměnná nabývá záporné hodnoty, tedy snižuje cashflow.

V opačném případě, tedy pokud sazba hostitelské země je vyšší, žádný dopočet se zpravidla neprovádí. Tato varianta se vztahuje i na sledovanou investici Škoda Auto – česká sazba daně z příjmu právnických osob na sledovaném jedenáctiletém horizontu nepřevýšila sazbu indickou T_F , předpokládá se, že je daňové vyrovnání A_t rovné nule. Korporátní sazby obou zemí porovnává *Tab. 4*.

Při globálním pohledu na problematiku přímých daní se dá dospět k závěru, že korporace na emerging markets jsou zdaňovány vyšší sazbou oproti developed markets.

Konkrétně: Pět největších příjemců PZI jsou rozvíjející se země. Podle Světové banky (2015) jde o následující země a jejich korporátní daně jsou: Čínská lidová republika 25 %, Brazílie 34 %, Indie 34 %, Indonésie 25 %, Mexiko 30 % (Deloitte, 2015). Průměrná korporátní sazba daně v zemích BRICS, které se mezi emerging markets řadí, byla v roce 2014 podle Tax Foundation (2015) 28,2 procentní. Přitom průměr 28 států Evropské unie přitom v tom samém roce dosahoval 22,9 procenta. (European Commission, 2014)

V případě jiných PZI na emerging markets lze očekávat paralelní situaci, jako v případě společnosti Škoda Auto, tedy že mateřské společnosti nejsou zatíženy daňovým dorovnáním.

4.5 Výpočet

Pouhým dosazením hodnot do rovnice výše uvedené ANPV na místo proměnných byla získána tato rovnice. Použité jednotky jsou miliony korun:

$$\begin{aligned}
 ANPV = & -(0,515 \cdot 426 - 0,515 \cdot 0) + \\
 & \left(\frac{(417 - 0) \cdot (1 - 0,3687)}{(1 + 0,093)^1} + \frac{(846 - 0) \cdot (1 - 0,3659)}{(1 + 0,093)^2} + \dots + \frac{(67 - 0) \cdot (1 - 0,3399)}{(1 + 0,093)^{11}} \right) + \\
 & \left(\frac{(1,98 + 0 \cdot 0) \cdot 0,3687}{(1 + 0,093)^1} + \frac{(49,3 + 0 \cdot 0) \cdot 0,3659}{(1 + 0,093)^2} + \dots + \frac{(171,74 + 0 \cdot 0) \cdot 0,3399}{(1 + 0,093)^{11}} \right) + \quad (6) \\
 & \left(\frac{0,515 \cdot 0 + 0}{(1 + 0,093)^1} + \frac{0,546 \cdot 0 + 0}{(1 + 0,093)^2} + \dots + \frac{0,362 \cdot 0 + 0}{(1 + 0,093)^{11}} \right) + \frac{2062}{(1 + 0,093)^{11}}
 \end{aligned}$$

Matematickými úpravami byla rovnice zjednodušena do následujícího tvaru:

$$\begin{aligned}
 ANPV = & -219,39 + \\
 & \left(\frac{417 \cdot 0,6313}{1,093} + \frac{846 \cdot 0,6341}{1,195} + \dots + \frac{67 \cdot 0,6601}{2,66} \right) + \\
 & \left(\frac{1,98 \cdot 0,3687}{1,093} + \frac{49,3 \cdot 0,3659}{1,195} + \dots + \frac{171,74 \cdot 0,3399}{2,66} \right) + \quad (7) \\
 & 0 + \frac{2062}{2,66}
 \end{aligned}$$

Dalšími úpravami došlo k vyčíslení hodnot jednotlivých členů rovnice ANPV:

$$ANPV = -219,39 + 703,069 + 204,569 + 0 + 775,295 \quad (8)$$

Výsledek rozšířené čisté současné hodnoty:

$$ANPV = 1463,542 \quad (9)$$

Výsledek výpočtu ANPV představuje rozdíl mezi odúročenými peněžními toky z provozní činnosti a kapitálovými výdaji.

Z výpočtu je tedy patrné, že provozní cashflow po zohlednění výše popsaných vlivů převýšil náklady na stavbu závodu v Aurangabádu ve výši 219 milionů korun o 1463,54 milionů. Znamená to tedy, že investiční projekt společnosti Škoda Auto v Indii je na sledovaném jedenáctiletém intervalu úspěšný.

Pro úplnost práce uvádí doplňující ukazatel k čisté současné hodnotě, jde o ukazatel ziskovosti, profitability index (PI):

$$PI = \frac{ANPV}{C_0} = \frac{1463,54}{219,39} = 6,67 \quad (10)$$

Profitability index poměřuje peněžní přínosy investice k počátečním kapitálovým výdajům. Je to tedy relativní hodnota udávající, kolikrát příjmy převýšily náklady.

V případě sledované investice se tak stalo 6,7 krát. Přitom aby se investiční projekt stal úspěšným, musí ukazatel nabýt hodnoty vyšší než jedna.

4.6 Diskuse

V *Praktické části* bakalářské práce byla vypočítána výnosnost konkrétní přímé zahraniční investice na rozvíjejícím se trhu. Ta měla posloužit jako základ pro investiční doporučení. Při výběru metody byl kladen důraz na její komplexnost, a aby dokázala zohlednit rizika, vyplývající z mezinárodního investování. Byla zvolena upravená čistá současná hodnota.

4.7 Hodnocení použité metody

Metoda ANPV se obvykle využívá ještě v průběhu investičního rozhodování, tedy před samotnou realizací investice. Je vhodná pro porovnávání více projektů mezi sebou. I přesto byla vyhodnocena pro účely práce jako nejvíce vhodná.

A to hlavně díky zahrnutí specifických vlivů mezinárodního investování na rozdíl od ostatních metod (viz *Literární rešerše*). Dalším podstatným důvodem je její respektování časové hodnoty peněz.

Některé zdroje, jako například Durčáková a Mandel (2010) uvádí velkou nevýhodu v predikci peněžních toků a stanovení diskontu.

Pokud se metoda využívá ve fázi rozhodování, managementu podniku nejsou budoucí toky pochopitelně známy a záleží na jejich dispozicích, do jaké míry se jim je podaří úspěšně odhadnout. Jelikož celá metoda je na peněžních tocích založena, je toto významná slabina. V práci se této slabině podařilo vyhnout tím, že počítá s historickým cashflow.

Diskontní sazbu, jak již bylo popsáno v kapitole věnující se čisté současné hodnotě, lze stanovit více způsoby. Postup zvolený v práci byl navržen tak, aby zohlednil oportunitní náklady, inflaci a rizika, která vyplývají z investic na emerging markets, především riziko země.

Problém s metodou upravené NPV nastal až při sběru dat, jejichž primárním zdrojem se staly výroční zprávy mateřské společnosti. Výroční zprávy, což je pochopitelné se jednotlivým dceřiným společnostem věnovaly spíše okrajově. Převažovaly informace o uvádění nových vozů na daných trzích na úkor informací o hospodaření a finančních výsledcích.

Některé údaje, jmenovitě nedobytné pohledávky, pokles cashflow ostatních dceřiných společností, nesplacená jistina úvěru a subvence investic, byly na racionálním základě pro účely výpočtu vyhodnoceny jako nulové. Premisám, na jejichž základě tak bylo učiněno, se zabývá subkapitola *Data*, která se rovněž zabývá dopady na efektivnost investice, pokud by tyto proměnné byly nenulové.

Důležité ukazatele vykazuje mateřská společnost pouze v konsolidované formě. Pro účely výpočtu tak musely být peněžní toky z provozní činnosti a odpisy odhadnuty pomocí pro tyto účely navrženého výpočtu (viz *Data*).

Z výše uvedeného vyplývá, že výpočet ANPV si vyžádal zjednodušení, která mají vliv na konečný výsledek. Protože ale cílem práce není hodnotu rozšířené číselné současné hodnoty pouze vyčíslit, nýbrž na jejím základě dát doporučení ohledně PZI na emerging markets, dá se toto akceptovat.

V průběhu podrobnějšího seznamování se s problematikou investování na rozvíjejících se trzích však byla odhalena další slabina použité metody hodnocení efektivnosti – model ANPV nezohledňuje vyšší míru korupce a horší institucionální prostředí. Jedná se o faktory, které je velmi obtížné kvantifikovat, ale investor by je neměl v žádném případě opomíjet, neboť mohou negativně ovlivnit investiční projekt.

4.8 Zohlednění rizik

Použitý model ANPV, jak již bylo několikrát výše naznačeno, dokázal v případě demonstrativní investice Škoda Auto postihnout celou řadu faktorů mezinárodního investování, ovlivňujících její výnosnost.

Vlivy těchto faktorů byly v rámci dílčích cílů práce uvažovány v kapitole 4.4 pomocí relevantních dat i obecněji a to na trzích vybraných rozvojových i rozvinutých zemí.

Podstatným faktorem, majícím vliv na hodnotu investice v zahraničí, je kurz měny hostitelské země k měně domácí. Z takového pohybu kurzu, negativně ovlivňující hodnotu investice, vyplývá měnové, někdy též zvané kurzové riziko. Na devizových kurzech vybraných měn byly zkoumány jejich pohyby v čase. Ačkoliv se očekávala podstatně vyšší volatilita měn rozvojových zemí, nepodařilo se toto prokázat, jako obecně platné pravidlo. Investor se tedy musí mít před měnovým rizikem na pozoru jak na emerging, tak developed markets.

Korporátní daň z příjmu se objevila ve výpočtech hned dvakrát. Jednak jako faktor ovlivňující peněžní toky, podruhé v souvislosti s domácím daňovým vyrovnáním. Neočekávaná výrazná změna v nastavení daňového systému země souvisí s politickým rizikem. V případě Indie se na sledovaných jedenácti letech korporátní sazba vyvíjela stabilně, bez prudkých změn, avšak s mírným rostoucím trendem. Na vybraných zemích byla prokázána vyšší míra zdanění na rozvíjejících se trzích oproti rozvinutým. Znamená to, že pro investora nemá smysl vyhledávat emerging markets za účelem daňové optimalizace.

Způsobem, kterým byla vystavěna diskontní sazba, se u modelové investice podařilo zahrnout riziko inflace v domácí zemi a díky do ní zahrnuté rizikové prémii i úvěrové riziko hostitelské země. Riziková premie přitom vychází z ratingu země (anglicky sovereign credit rating) agentury Moody's. Práce při tom vychází z práce Mezinárodního měnového fondu Sovereign credit ratings methodology: An Evaluation, která uvádí, že sovereign credit ratings agentur Moody's, S&P a Fitch značí schopnost a ochotu vlády hodnocené země splatit obchodní závazky v plné výši a v čas a že poskytují hodnocení úvěrového rizika. (IMF, 2002) Jak bylo vysvětleno v podkapitole 4.4, úvěrové riziko se napříč zeměmi dost liší. Ve vyspělých ze-

mích s nejlepším ratingem, jako je třeba Německo, se jej investor nemusí obávat, protože je jeho míra pravděpodobnosti téměř nulová.

Oproti vyspělým zemím mají vyšší míru úvěrového rizika rozvíjející se země, ovšem panují mezi nimi značné rozdíly: Zatímco Česko a Slovensko se v tomto ohledu přibližují vyspělým zemím západní Evropy, jiné emerging markets, jako například Indie vykazují toto riziko vyšší. Největšímu úvěrovému riziku se investor vystavuje na trzích válkou zmítané a politicky nestabilní Ukrajiny a předlužené Argentiny.

Využíváním cizích zdrojů k financování investičního projektu společnost podstupuje úrokové riziko. Práce hodnotila úrokové riziko na výnosnosti desetiletých dluhopisů vybraných zemí a rozdílem mezi nejvyšší a nejnižší hodnotou. V případě rozpětí mezi maximem a minimem se nedá mluvit o jednoznačných závěrech. Například brazilské dluhopisy byly vysoce volatilní, zatímco indické odpovídaly volatilitou německým. Ve výnosnosti však lze udělat závěry jednoznačné. V případě výnosnosti dluhopisů na emerging markets jsou úrokové sazby podstatně vyšší. Znamená to tedy, že investor musí počítat s vyššími náklady na úvěry.

Některá rizika může být už jen velmi obtížné predikovat. Jde především o jedinečná rizika (viz *Literární rešerše*).

Některé faktory investování na emerging markets a z nich vyplývající rizika se však modelem popsat nepovedlo. Existují totiž vlivy, které lze jen těžko kvantifikovat. Patří mezi ně především politická rizika.

Vlivem politického a finančního rizika na přímé zahraniční investice se zabýval například Haykawa a kol., který vytvořil regresní analýzu pro modely obsahující pouze emerging markets, modely obsahující pouze developed markets a smíšené modely. Mezi politická rizika zařadil: vnitřní a vnější konflikty, vliv vojenské moci na politiku, korupci, napětí mezi etniky, kvalita byrokracie, napětí mezi náboženskými skupinami, právo a pořádek, investiční profil, socioekonomická situace, vládní stabilita, demokratická odpovědnost. Na základě statistické významnosti zjistil, že nejvíce PZI ovlivňuje socioekonomický stav země a vnější konflikty. Například vliv korupce a kvality práva a byrokracie je minimální. (Hayakawa, 2011)

Z práce je dále patrné, že PZI jsou velmi ovlivněny i výší HDP na obyvatele. Logické vysvětlení se nabízí následující: Země s nižším hrubým domácím produktem per capita jsou pro investory zajímavé cenově. Jak již bylo uvedeno v kapitole 4.4, mzdové náklady se v těchto, převážně rozvíjejících se zemích rovnají pouze zlomku nákladů ve vyspělých zemích.

5 Závěr

Bakalářská práce si kladla za cíl poskytnout doporučení investorovi ohledně přímých zahraničních investic na emerging markets. V rámci toho byl představen výpočet čisté současné hodnoty investice Škoda Auto v Indii na horizontu 2003 až 2014, jež poskytl přehled o tom, jaké faktory výnosnost a rizikovost investice ovlivňují.

Na základě metody upravené čisté současné hodnoty bylo zjištěno, že hodnota diskontovaných peněžních toků dosahuje hodnoty 1,46 miliardy českých korun. Při porovnání s téměř čtvrt miliardovými vstupními náklady lze dospět k závěru, že diskontované peněžní toky za jedenáct let převýšily tyto náklady téměř 6,7 krát.

Indická republika se tak může zdát z pohledu přímých zahraničních investic zajímavou zemí. Svědčí o tom i ve srovnání s vyspělými zeměmi stabilní devizový kurz a oproti ostatním emerging markets i výrazně nižší náklady na elektrickou energii a pracovní sílu. Oproti tomu je potřeba zmínit relativně vysokou příjmovou daň pro firmy a vysoké úrokové sazby. Od výše úrokových sazeb se odvíjí nákladnost úvěrů, jež pak může hodnotu NPV negativně ovlivnit. Indická republika vykazovala v relaci s ostatními zkoumanými zeměmi nejhorší rating, což svědčí o vyšší míře úvěrového rizika.

Práce se na determinanty PZI, popsané pomocí NPV zaměřila v kontextu vybraných šesti emerging a dvou developed markets. Závěry nelze shrnout jednoznačně. Zatímco na emerging markets nebyla prokázána vyšší míra měnového rizika, ani daňové zatížení nebylo obecně shledáno v relaci s Německem a Japonskem vyšší. Oproti tomu náklady na cizí zdroje jsou na rozvíjejících se trzích jednoznačně vyšší. Na emerging markets, s výjimkou ČLR, je též potřeba počítat s vyšším úvěrovým rizikem.

Největší přednosti emerging markets práce spatřuje v mzdových nákladech a cenách energií. Ty jsou oproti rozvinutým zemím výrazně nižší, zvláště pak v Indii a ČLR. Právě ceny těchto dvou vstupů jsou nejzajímavějším motivem pro alokaci především vertikálních zahraničních investic.

Především na základě porovnání cen těchto vstupů a na základě hodnoty čisté současné hodnoty investice SAIPL lze investorovi vsup na zahraniční trh prostřednictvím PZI doporučit. Investor si však musí být vědom vyšší míry úvěrového rizika, vyplývajícího z ratingu země, dále pak s rizik spojených s korupcí v těchto zemích a vysokých úrokových sazeb.

6 Literatura

6.1 Knižní zdroje

ČIŽINSKÁ, ROMANA A MÁRIA REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

DE CEUSTER, LUC. *Focus on project success: tools and techniques for successful projects*. Prague: APraCom, 2010. Project management - coaching & training. ISBN 978-80-254-8707-5.

DURČÁKOVÁ, JAROSLAVA A MARTIN MANDEL. *Mezinárodní finance*. 4., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

FERNANDEZ, PABLO. *Valuation methods and shareholder value creation*. San Diego, California.: Academic Press, c2002. ISBN 0122538412.

FROOT, KENNETH. *Foreign direct investment*. Chicago: University of Chicago Press, c1993. National Bureau of Economic Research project report.

JUREČKA, VÁCLAV. *Makroekonomie*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3258-9.

SCHOLLEOVÁ, HANA. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2424-9.

SRHOLEC, MARTIN. *Přímé zahraniční investice v České republice: teorie a praxe v mezinárodním srovnání*. Praha: Linde, 2004. ISBN 80-86131-52-1.

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

RAZIN ASSAF AND EFRAIM SADKA. *Foreign direct investment analysis of aggregate flows*. Princeton, N. J: Princeton University Press, 2007. ISBN 9781400829248.

RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS. *Principles of corporate finance*. 7th ed. London: McGraw-Hill, 2002. ISBN 9780071151450.

EUROPEAN COMMISSION. *Taxation trends in the European Union: Data for the EU Member States, Iceland and Norway*. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2014. ISBN 978-92-79-35672-8. ISSN 1831-8789.

EUROPEAN COMMISSION. *Taxation trends in the European Union: Data for the EU Member States, Iceland and Norway*. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2015. ISBN 978-92-79-51578-1. ISSN 2467-0073.

VARADZIN, FRANTIŠEK. *Mezinárodní ekonomie: (teorie světového hospodářství)*. Vyd. 1. Praha: Professional Publishing, 2013. ISBN 978-80-7431-116-1.

6.2 Elektronické zdroje

Average electricity prices globally in 2015, by select country. Statista: The Statistic Portal [online]. Hamburg, 2016 [cit. 2016-02-17]. Dostupné z: <http://www.statista.com/statistics/477995/global-prices-of-electricity-by-select-country/>

Brazil 10-Year Bond Yield. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-01-23]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/brazil-10-year-bond-yield-historical-data>

Company Overview of Skoda Auto India Private Limited [online]. New York: Bloomberg L. P., 2016 [cit. 2016-01-08]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/people.asp?privcapId=8788931>

Corporate tax rates table. KPMG [online]. Amstelveen, 2016 [cit. 2016-01-25]. Dostupné z: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

Corporate Tax Rates, 2015. Deloitte [online]. New York, 2015 [cit. 2015-10-20]. Dostupné z: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dt-tl-tax-corporate-tax-rates-2015.pdf>

Country Profiles. International Labour Organization [online]. Genève, 2011 [cit. 2016-01-05]. Dostupné z: http://www.ilo.org/ilostat/faces/home/statisticaldata/ContryProfileId?_afdc-trl-st-te=u1hrlteel_280&_afLoop=202502872375522#%40%3F_afLoop%3D202502872375522%26_adf.ctrl-state%3D4dosihx39_9

Czech Republic 10-Year Bond Yield. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-01-16]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/czech-republic-10-year-bond-yield-historical-data>

ČESKÁ REPUBLIKA. *Devizový zákon č. 219/1995 Sb.* In: Sběrka zákonů České republiky. 1995, částka 60. Dostupné také z: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakon.jsp?page=0&nr=219~2F1995&rpp=15#seznam>

DAMODARAN, ASWATH. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. New York, 2016 [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Stern School of Business at New York University.

Electricity Rates Around The World. World Atlas [online]. St. Laurent, 2015 [cit. 2016-02-16]. Dostupné z: <http://www.worldatlas.com/articles/electricity-rates-around-the-world.html>

Emisní podmínky 40. emise státních dluhopisů - SDD ČR 3,70 %, 13 - CZ0001000814. Ministerstvo financí České republiky [online]. Praha, 2003 [cit. 2016-03-22]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-podminky/2003/emisni-podminky-40-emise-dluhopisu-12258>

Find a ŠKODA dealer. ŠKODA India - ŠKODA [online]. Aurangabad, 2015 [cit. 2016-04-07]. Dostupné z: <http://www.skoda-auto.co.in/dealers/homepage>

FINGAR, COURTNEY. *India grabs investment league pole position*. The Financial Times [online]. 2015 [cit. 2016-05-03]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/3/fdd0e3c2-65fc-11e5-97d0-1456a776a4f5.html#axzz47cSfY8yV>

Foreign direct investment, net inflows. The World Bank [online]. Washington, 2015 [cit. 2015-11-19]. Dostupné z: http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?order=wbapi_data_value_2014+wbapi_data_value+wbapi_data_value-last&sort=asc

Germany 10-Year Bond Yield. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-01-04]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>

HAYAKAWA, KAZUNOBU, FUKUNARI KIMURA A HYUN-HOON LEE. *How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investments?* [online]. Chuncheon, 2011 [cit. 2016-03-02]. Dostupné z: <http://www.ide.go.jp/English/Publish/Download/Dp/pdf/281.pdf>. IDE DISCUSSION PAPER No. 281.

Historical Exchange Rates. US FOREX [online]. San Francisco, 2016 [cit. 2016-02-17]. Dostupné z: <http://www.usforex.com/forex-tools/historical-rate-tools/historical-exchange-rates>

Human Development Index (HDI). UNITED NATIONS DEVELOPMENT PROGRAMME [online]. 2015 [cit. 2015-01-10]. Dostupné z: <http://hdr.undp.org/en/content/human-development-index-hdi>

China 10-Year Bond Yield. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/china-10-year-bond-yield-historical-data>

IMF Exchange Rates. International Monetary Fund [online]. Washington, 2016 [cit. 2016-03-16]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/np/fin/ert/GUI/Pages/CountryDataBase.aspx>

India 10-Year Bond Yield. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-01-04]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/india-10-year-bond-yield-historical-data>

Inflace - druhy, definice, tabulky. Český statistický úřad [online]. Praha, 2016 [cit. 2016-02-02]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

- International Comparisons of Hourly Compensation Costs in Manufacturing, 2013*. The Conference Board [online]. New York, 2014 [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: <https://www.conference-board.org/ilcprogram/index.cfm?id=28269>
- International Hourly Compensation Costs for Production Workers in Manufacturing*. United States Department of Labor: Bureau of Labor Statistics [online]. Washington, 2015 [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: http://www.bls.gov/fls/ichcc_pwmfg.htm
- Japan 10-Year Bond Yield*. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-01-05]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/japan-10-year-bond-yield-historical-data>
- KOROTAYEV, ANDREY A SERGEY TSIREL. *A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis* [online]. Oakland, 2010 [cit. 2015-11-22]. Dostupné z: <http://escholarship.org/uc/item/9jv108xp>. University of California.
- Market Classification*. MSCI [online]. New York, 2016 [cit. 2016-01-11]. Dostupné z: <https://www.msci.com/market-classification>
- Market Classification Framework*. MSCI [online]. New York, 2014 [cit. 2015-10-11]. Dostupné z: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf/d93e536f-cee1-4e12-9b69-ec3886ab8cc8
- Moody's affirms India's Baa3 rating; changes outlook to positive*. Moody's [online]. Singapore, 2015 [cit. 2016-01-21]. Dostupné z: https://www.moody's.com/research/Moodys-affirms-Indias-Baa3-rating-changes-outlook-to-positive--PR_320605
- Production Plants*. Volkswagen Group [online]. Wolfsburg, 2014 [cit. 2016-02-07]. Dostupné z: http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/content/en/the_group/production_plants.html
- South Africa 10-Year Bond Yield*. Investing [online]. Madrid, 2016 [cit. 2016-01-27]. Dostupné z: <http://www.investing.com/rates-bonds/south-africa-10-year-bond-yield-historical-data>

Sovereign And Supranational Issuer Ratings Summary. Moody's [online]. New York, 2015 [cit. 2016-01-04]. Dostupné z: <https://www.scribd.com/doc/61970505/PBC-124089>

Výroční zpráva za rok 2003 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2004 [cit. 2015-09-10]. Dostupné z: <http://www.skoda-auto.com/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-annual-report-2003.pdf>

Výroční zpráva za rok 2004 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2005 [cit. 2015-02-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2004.pdf>

Výroční zpráva za rok 2005 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2006 [cit. 2015-04-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2005.pdf>

Výroční zpráva za rok 2006 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2007 [cit. 2015-04-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2006.pdf>

Výroční zpráva za rok 2007 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2008 [cit. 2015-06-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2007.pdf>

Výroční zpráva za rok 2008 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2009 [cit. 2015-07-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2008.pdf>

Výroční zpráva za rok 2009 [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2010 [cit. 2015-10-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2009.pdf>

- Výroční zpráva za rok 2010* [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2011 [cit. 2015-05-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2010.pdf>
- Výroční zpráva za rok 2011* [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2012 [cit. 2015-10-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2011.pdf>
- Výroční zpráva za rok 2012* [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2013 [cit. 2015-11-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2012.pdf>
- Výroční zpráva za rok 2013* [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2014 [cit. 2015-12-11]. Dostupné z: <http://cs.skoda-auto.com/shared/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-auto-annual-report-2013.pdf>
- Výroční zpráva za rok 2014* [online]. Mladá Boleslav: Škoda Auto, 2015 [cit. 2016-04-03]. Dostupné z: <http://www.skoda-auto.com/SiteCollectionDocuments/company/investors/annual-reports/cs/skoda-annual-report-2014.pdf>
- What are emerging markets?* The World Bank [online]. Washington, 2015 [cit. 2015-09-12]. Dostupné z: <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/114958-what-are-emerging-markets>

Přílohy

A Zdrojová data

Tab. 7 Rozvahový kurz CZK/INR

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kurz	0,515	0,546	0,472	0,460	0,397	0,396	0,419	0,376	0,347	0,321	0,362

Zdroj: Výroční zprávy za roky 2004 až 2014

Tab. 8 Sazba korporátní daně v Indii a České republice

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Indie	36,87	36,59	33,66	33,99	33,99	33,99	33,99	32,44	32,45	33,99	33,99
ČR	28,00	26,00	24,00	24,00	21,00	20,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00

Zdroj: KPMG, 2016

Tab. 9 Zisk před zdaněním Skupiny a SAIPL v milionech korun

Rok	Skupina	SAIPL
2004	4843	74,5
2005	10073	362,0
2006	14198	240,1
2007	19860	361,9
2008	13376	-175,0
2009	4702	-253,0
2010	10586	39,1
2011	19275	63,7
2012	17934	69,7
2013	13940	45,9
2014	21349	31,6

Zdroj: Výroční zprávy za roky 2004 až 2014

Tab. 10 Aktiva Skupiny a účetní hodnota SAIPL v milionech korun

Rok	Účetní hodnota SAIPL	Aktiva Skupiny
2004	18	96 201
2005	360	89 755
2006	360	105 212
2007	1140	115 781
2008	1140	122 456
2009	1140	118 376
2010	1140	135 736
2011	1140	153 557
2012	2062	159 986
2013	2062	173 584
2014	2062	196 869

Zdroj: Výroční zprávy za roky 2004 až 2014

Tab. 11 Volatilita měn od 2002 do 2015

Rok	BRL	CLP	CNY	CZK	EUR	INR	JPY	ZAR	CHF
2002	0,081	0,054	0,000	0,039	0,028	0,004	0,022	0,043	0,026
2003	0,043	0,028	0,000	0,038	0,032	0,006	0,019	0,049	0,031
2004	0,028	0,025	0,000	0,030	0,021	0,018	0,028	0,048	0,024
2005	0,032	0,032	0,025	0,005	0,025	0,019	0,012	0,018	0,043
2006	0,043	0,022	0,002	0,027	0,021	0,015	0,017	0,050	0,024
2007	0,039	0,023	0,003	0,025	0,015	0,018	0,026	0,034	0,016
2008	0,067	0,079	0,006	0,056	0,053	0,029	0,038	0,081	0,053
2009	0,027	0,030	0,001	0,060	0,036	0,020	0,041	0,050	0,037
2010	0,032	0,027	0,005	0,054	0,044	0,025	0,025	0,034	0,036
2011	0,054	0,036	0,004	0,044	0,029	0,028	0,018	0,044	0,039
2012	0,039	0,033	0,003	0,037	0,024	0,037	0,027	0,041	0,024
2013	0,032	0,017	0,003	0,025	0,017	0,038	0,022	0,037	0,014
2014	0,037	0,026	0,002	0,018	0,016	0,016	0,026	0,036	0,016
2015	0,077	0,026	0,013	0,033	0,031	0,015	0,018	0,032	0,030