

# Ziskovost je zásadní pro budoucí růst

Sílící tlak na inovace a globální politický či ekonomický vývoj výrazně ovlivňují fungování a směřování firem. Jaké skryté hrozby číhají v současnosti na ty české, vysvětluje Marek Loula, vrchní ředitel korporátního bankovníctví ČSOB.



## Jaký je stav podniků v České republice?

Je velmi dobrý! Ekonomický cyklus má však své zákonitosti a je zřejmé, že doba extenzivního růstu nemůže pokračovat donekonečna. Od finanční krize v roce 2008 jde vše kontinuálně nahoru, v současné době žádné problémy u firem nevidíme. Podniky mají hodně zakázek, exportu se daří, což je v naší ekonomice samozřejmě alfou a omegou. Ta situace je tak dobrá, že mnohé podniky dnes zakázky dokonce odmítají. Coby banka si však začínáme všimnout jednoho velmi nebezpečného faktu – snižování marží.

## Firmy opravdu odmítají některé zakázky?

Mohu uvést příklad jednoho z našich klientů. Dlouhodobě se vyrovnává s problémem vhodných zaměstnanců. Nedostatek kmenových zaměstnanců řeší agenturními pracovníky. Je to ale řešení s riziky, protože se zvýší chybovost a tým není kompaktní. Management se rozhodl pro radikální řešení, a to omezit příjem zakázek. Krátké zastavení jim pomohlo se nadechnout. Zainvestovali do technologií, snížili personální nároky a náklady, zvýšili efektivitu, eliminovali chybovost. A po roce a půl se ukazuje, že to bylo nejlepší možné rozhodnutí. Řada firem se chová podobně a spousta jich to zvládla prozíravě ještě v době, kdy měly ze strany ČNB kurzový polštář.

## **Máme se připravit na opakování situace před deseti lety?**

Nemyslím si. Tehdy se jednalo o náhlý propad zakázek v řádu desítek procent, nyní všechno roste. Vidíme však, že celá řada firem je pod silicím tlakem snižování marže. Většina podniků je v takové kondici, že si s chvilkovým tlakem poradí. Pokud bude marže pod tlakem trvale, podnik musí reagovat. Ziskovost je zásadní pro budoucí růst.

Jedinou cestou jsou investice do automatizace a snaha mít vlastní výrobek spojený s výrazně vyšší přidanou hodnotu.

## **Existuje indikátor, který by řekl, kdy je ten správný okamžik na investice?**

Univerzálně určitě ne, u každého sektoru je to jinak. Důležité je, aby firma znala své ukazatele, převážně jde o ukazatele rentability. Jako banka máme detailní srovnání napříč celou ekonomikou, a proto dokážeme klientům kvalitně poradit.

## **Platí pořád, že jsme země montoven?**

S tím tak úplně nesouhlasím. Montovny tu samozřejmě v devadesátých letech vznikaly, bylo by bláhové si myslet, že sem přijdou zahraniční firmy s vývojovými středisky. Byli jsme levná pracovní síla, lokálně dobře obslužná, se slušnou produktivitou. Ale právě vývoj v automobilovém průmyslu ukazuje, jak se podniky a trh vyvíjejí. Samy přišly na to, že jako pouhé montovny jsou vysoce zranitelné, začaly dodávat složitější výrobky, začaly ze základních produktů skládat větší a náročnější celky s vyšší přidanou hodnotou a tím posilovaly svou nezastupitelnost v celém řetězci. Stávaly se důležitější, integrální součástí celého řetězce, a když automobilky dnes investují do vývoje, už často s nimi. Nebo si přímo vývoj u svých dodavatelů objednávají. Což je skvělá zpráva. Firmy však vědí, že je třeba investovat do svého výzkumu a investic, ale je potřeba přidat.

## **Jak ovlivnily investice do rozvoje a výzkumu mezinárodní**

## **konkurenceschopnost českých podniků?**

Po roce 2008 musely evropské firmy snížit a koncentrovat výrobu a její velká část šla do České republiky. Proč? České firmy byly relativně dobře zainvestované, nové, pracovní síla levnější než jinde a pracovní morálka velmi podobná německé. To se ale změnilo. Náklady u nás vzrostly, ale investice byly masivnější v Německu. Dnes se velmi často ukazuje, že konkurencí českým podnikům nejsou ty španělské, francouzské, ukrajinské a jiné, ale právě ty německé. Přestože je jejich pracovní síla dražší, jejich produktivita je vyšší, chybovost nižší, manipulace a logistika je na vyšší úrovni. Jedním z hlavních důvodů je vyšší míra automatizace.

### **Je to obecnější trend?**

V posledních dvou třech letech je viditelně vyšší aktivita českých majitelů na zahraničních trzích a z mnoha příkladů je vidět, že zahraniční podniky jsou lépe připraveny, výroba je efektivnější. Takže jestli před deseti lety jsme byli levní a efektivní a tím jsme přitáhli řadu příležitostí, dnes už to většinou neplatí.

### **Co s tím můžeme dělat?**

Jedinou cestou jsou investice do automatizace a snaha mít vlastní výrobek spojený s výrazně vyšší přidanou hodnotou, která vás pevně integruje do celého řetězce. Na to potřebujete kapitál a čas. Poslední roky kurzového polštáře byly ideálním časem a ti chytrí ho využili.



## **Export táhne českou ekonomiku, ale není současná situace trochu nečitelná? Trump, Juncker, Čína, Rusko, Írán, Sýrie.. Panuje nějaká nervozita?**

Především jsou nereálné představy, že bychom mohli efektivně fungovat mimo EU. Je pravda, že v minulých letech byl český

export postižen v mnoha tradičních oblastech, sám jste je zmínil. Ten dopad vidět je. Když to vypadalo, že dojde k uvolnění situace v Íránu, řada klientů o tuto destinaci měla zájem. Po uvolnění sankcí se na íránský trh obratem vrhly všechny vyspělé ekonomiky, Britové, Francouzi, Němci... V Íránu mají s „československými“ výrobky velmi dobré zkušenosti. Celou řadu produktů dodnes používají například ve strojírenství. Obecně tam máme skvělé jméno a vnímají nás jako německou kvalitu za poloviční cenu. Jinak ale, pokud jde o export, jeho masivní část směřuje do Evropy a tam žádná rizika nevidujeme. Zajímavé ale může být sledování dopadu jednání v trojúhelníku USA – Evropa – Čína.

### **Objevují se nové oblasti? Afrika, Jižní Amerika...**

Pro řadu tuzemských podniků byly dlouho klíčovými východní trhy, zejména Rusko. Vlivem ekonomických sankcí musí hledat nové odbytiště jinde. Jednou ze zajímavých oblastí je Afrika, která vykazuje velmi zajímavou obchodní dynamiku. Dlouhodobě jsou zde aktivní firmy z řad bývalých koloniálních velmocí. Daří se zde i tuzemským firmám. Za zmínku stojí například firma Iveco, která dodala na Pobřeží slonoviny 450 autobusů za více než dvě miliardy korun. Jsme rádi, že jsme se jako banka mohli podílet na této transakci. Pro české firmy je to potvrzením, že zde dokážeme obstát i ve světové konkurenci. Takový obchod, jaký realizovalo Iveco, s sebou vždycky nese nějaké další navázané aktivity a kolem toho se mohou vytvořit nové příležitosti.

### **Zastavme se ale u kurzu. Jaká je vaše představa reálné síly koruny?**

Domnívám se, že bude posilovat. Pokud bude koruna posilovat postupně, problém to není. Krátkodobě se firmy mohou zajistit. Utéct z toho problému však zcela nemůžou, můžou ho oddálit nebo zpomalit. České firmy už ale pochopily, že je lepší pracovat se zajištěním a vyhnout se nejistému vývoji kurzu. Dnes většina firem s kurzovým rizikem aktivně pracuje.

Zajištění vyhladí krátkodobá rizika a dává jistotu.

## **Je čas na diskuzi o euru?**

Ekonomika se vzhledem ke své proexportní otevřenosti na euro velmi silně váže a nikdy to nebude jinak. Diskuze o euru tedy není ekonomická, ale politická. Na druhou stranu, budeme-li mít euro, nikdy nebudeme už moci realizovat vlastní monetární politiku a s tím spojenou podporu v exportu, která tu byla. Když se euro dostalo z dvaceti tří na dvacet osm, představovalo to pro exportéry výrazný impulz a velká příležitost. Euro jistě některá rizika omezuje a mnoho podniků s výjimkou mezd své náklady realizují v eurech, protože je to pro ně snazší. Zase jako příklad mohu použít automobilový průmysl, kde jsou vazby na euro interně zakotveny ve směrnicích mnoha podniků, a dokonce k tomu motivují i své dodavatele. Takže celé řetězce de facto fungují na bázi eura, pouze do účetnictví to vstupuje v korunách.

## **Rizikem jsou i rostoucí úrokové sazby...**

V těch úrovních, kde se pohybujeme, to pro firemní sektor je sice nepříjemné, ale není to hlavní problém. Navíc když jsme se bavili o kurzovém riziku, tam si můžete zajistit krátkodobé výkyvy. Tady si můžete zafixovat úrok i u dlouhých projektů a víte přesně, kolik budete platit příštích deset let.

Je naprosto zřejmé, že hlavním úkolem ve všech segmentech je růst efektivity a diktát technologií je zřejmý.

## **A co když se potká s ostatními faktory?**

Samozřejmě souběh faktorů, které působí na hospodaření firem negativně, není úplně dobrý a vede k nárůstu rizika. Všechny zmíněné faktory působí na snižování marží, ale v konečném důsledku mohou být tím motorem, který akceleruje investice do technologií a změnu struktury ekonomiky.

## **Posilující koruna, rostoucí úrokové sazby, mzdový tlak. Jaká**

## **rizika pro podniky můžou představovat tyto skutečnosti?**

Kombinace těchto skutečností je pro podniky určitě hrozbou, jednotlivě jde ale o příležitost ke zlepšení fungování firmy. Je tu řada podniků, u kterých jsou rizika menší právě proto, že s nimi dlouhodobě počítají. Náklady jdou nahoru všem a rychleji než prodejní ceny. Mnozí to však řeší především snahou dohnat klesající marže obratem, a to nemusí být vždy správná cesta. Někdy je skutečně lepší přibrzdit, dovolit si i mírný propad a investovat. Protože je naprosto zřejmé, že hlavním úkolem ve všech segmentech je růst efektivity a diktát technologií je zřejmý. Naštěstí je tu česká schopnost řešit věci za chodu, zlepšovat podnik a procesy. V tom jsme dobří, tahle tradiční česká schopnost tu je, vidím to při mnoha návštěvách firem a jsou to skvělé příběhy.

## **Kterých sektorů se toto riziko týká nejvíce?**

Nejlépe je to vidět v automobilovém průmyslu. Objemy tam jsou vysoké, automobilky jsou pod velkým tlakem a reakce trhu přenášejí na své dodavatele. Jako by zapomněly na rok 2008, kdy se mnohé z nich dostaly do problémů a ty přenesly na své partnery. Bez nich ovšem nemohou existovat, a proto si to tehdy velmi rychle uvědomily a začaly měnit podmínky, aby jim dodavatelé nezkrachovali. Proč? Protože automobilka má svůj core byznys zpravidla v motorech, lakovně, montáži, ale významnou část procesu výroby tvoří subdodávky v režimu just in time. Ten řetězec je tak propojený a vazby tak těsné, že automobilky si nemohou dnes dovolit, aby v něm některý článek vypadl. Dnes jako by na to zapomněly a tlak na cenu se opět zvyšuje. Jsem svědkem toho, že ve snaze získat nové zakázky jsou dodavatelé nuceni snižovat i ceny stávajících dodávek. Jsme malý trh, a pokud pomíneme sektorové externality, pak je to o dobrých a špatných firmách, o vítězích a poražených.

---

# Ivan Meloun: Český trh akvizic má stále kam růst

Ceny firem dosáhly na nejvyšší hodnoty v historii, přitom nevidíme významné signály, že by ceny měly klesat, naopak je zde potenciál dalšího mírného růstu, říká Ivan Meloun, ředitel akvizičního financování v ČSOB.



## Jaká je tedy aktuální prodejní cena český firem ve srovnání se zahraničím?

Pro ocenění hodnoty firmy lze použít řadu metod. Standardně se vychází z hodnoty násobků EBITDA, to jsou výnosy před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace. Tento parametr velmi dobře charakterizuje provozní výkonnost. Hodnota společnosti se pak odhadne jako násobek hodnoty EBITDA snížený o úvěry a navýšený o hotovost. Zatímco běžná cena, za kterou se firmy obchodují v západní Evropě, vychází z devítinásobku EBITDA, v Česku je to obvykle sedmi- až osminásobek této hodnoty, a někdy je dokonce cena ještě nižší, třeba jen pětinasobek. To je jeden z důvodů, proč si myslím, že firmy nejsou předražené a že v nejbližší době k poklesu jejich cen nedojde. Naopak – podle mne je zde stále prostor pro mírný růst.

## Je na trhu dostatečná nabídka firem k akvizici?

Bohužel v tomto ohledu je situace v Česku málo dynamická. Ve srovnání se zahraničím a především se západní Evropou se tady firmy obchodují relativně málo. Stejně tak je málo firem, které se veřejně obchodují na burze. Není to ovšem vina burzy, čeští majitelé se neradi dělí o informace a o řízení firmy už



vůbec ne. Taková situace je nepříjemná i pro menší investory, kteří nemají jak uplatnit své volné prostředky a rádi by investovali do konkrétních zajímavých podniků. Místo toho jim často nezbyvá než jen nakupovat dluhopisy nebo uložit peníze v bance na termínované vklady.

**Řada podniků vznikla v devadesátých letech a je stále řízena svými původními vlastníky a zakladateli. Nemůže trh rozhybat nutná generační obměna?**

K té již dochází, ale zatím nejsou náznaky, že by se trh natolik rozhybal, aby se přiblížil situaci v zahraničí. Pozorujeme také rozdíly mezi malými a velkými firmami, majitelé menších podniků mají obvykle horší odhad. Majitelé si myslí, že když firmu sami vybudovali, tak se mohou také sami a bez odborné pomoci vrhnout na její prodej a zvládnout to stejně úspěšně. Bohužel pak často narazí, protože se najednou dostanou do oblasti, ve které se nikdy předtím nepohybovali. Kdyby si najali zkušené poradce, tak by svou firmu prodali pravděpodobně mnohem lépe, a to i po odečtení jejich provize.

Firmy nejsou předražené a v nejbližší době k poklesu jejich cen nedojde. Naopak – podle mne je zde stále prostor pro mírný růst.

**Mají podnikatelé vůbec přehled o tom, jaká je hodnota jejich firmy, pomůže třeba spolupráce s bankou?**

Prodávající obvykle mají přehled, za jakou cenu se prodávají podobné podniky, jako je ten jejich. Vědí, že to může být třeba osminásobek EBIDTA, ale obvykle to zůstane nesplněným přáním, na takovou cenu nejsou schopni dosáhnout, protože jejich firma není na prodej profesionálně připravena. Je to škoda, my bychom jim mohli jako banka pomoci: připravili bychom firmu na prodej, našli pro ni vhodného investora, provedli ji celým prodejním procesem a navíc bychom případně byli schopni výslednou transakci pro nového kupujícího zafinancovat.



Spolupráce může mít i jinou podobu, banka může například ještě před prodejem firmy poskytnout úvěr na výplatu nerozděleného zisku stávajícímu akcionáři. Prvním efektem je snížení kupní ceny pro nového majitele, který tak nemusí shánět tolik peněz. Dalším efektem je to, že banka bude mít obdobné požadavky na zjištění situace ve firmě jako nový investor. Proto bude chtít zmapovat rizika, nastavit reporting, seznámit se s managementem atd. Tím vlastně dojde k určité simulaci prodejního procesu nanečisto a pro firmu může být takové „cvičení“ s bankou užitečné i v případě, že by se nakonec prodejní proces neuskutečnil. Cílem je, zejména u rodinných firem, dát firmě a vlastníkovu zpětnou vazbu, jak firmu více institucionalizovat, tj. zavést do ní profesionální management, nastavit standardní informační toky a stávajícího vlastníka a současně ředitele firmy lehce upozadit. Tedy posunout ho z běžné provozní role do role kontrolní, kdy bude rozhodovat spíše o strategických záměrech, zatímco najatý management bude řídit každodenní běh firmy. Banka pak v takovém případě velmi ráda s novým managementem vybuduje vztah, který může přetrvat i po prodeji firmy, dokonce může novému vlastníkovu na nákup firmy půjčit. Pro banku je důležité, když už firmu zná a ví, jakých dosáhla výsledků. Obě strany tak mohou ze spolupráce benefitovat.

V řadě případů dochází k vypořádání uvnitř rodiny nebo se firma předává managementu a celý plán ani nepočítá s financováním transakce z další zdrojů, třeba bankovním úvěrem. Je jasné, že pokud se s účastí banky při financování odkupu vůbec nepočítá, tak se dohodnutá částka musí přizpůsobit aktuálním možnostem nabyvatelů a podmínky pro prodávajícího tak mohou být podstatně méně výhodné.

**Našli bychom i přesto nějaké zajímavé akvizice, které se udály v poslední době a na kterých jste se podíleli?**

Je jich řada, bohužel informace o některých z nich nejsou veřejné. Na rozdíl do zahraničí se firmy jen nerady chlubí svými akvizicemi zvláště v případě, kdy součástí operace bylo

i externí dluhové financování.

Zajímavý byl majetkový přesun třeba ve společnosti Kovolis Hedvíkov. To byl podnik původně založený dvě rodinami a po vyrovnání podílů přešlo vlastnictví na jednu z nich.

V oblasti korporátního financování to byla akvizice střeoevropské divize společnosti Pepsi-Cola, kterou zakoupila jiná firma z oboru, a to Karlovarské minerální vody. Byla to několikamiliardová operace s mezinárodním přesahem.



Financovali jsme třeba i odkup poloviny společnosti TV Prima od švédského strategického investora zpět do českých rukou. To je rovněž vynikající příklad toho, jak může vstup strategického investora pomoci zvýšit hodnotu společnosti. Švédům se to podařilo a jejich angažmá v českém mediálním podniku se jim bohatě vyplatilo.

Naši podnikatelé se ale nebojí být aktivní ani mimo Českou republiku a své investice směřují i do zahraničí. Měli jsme tak příležitost být u financování dosavadní největší české investice v USA, kterou uskutečnil family office R2G, sdružující peněžní prostředky rodin Oldřicha Šlemra, Eduarda Kučery a Pavla Baudiše. Při ní R2G, která vlastní znojenskou Pegas Nonwovens, ovládla americkou společnost First Quality Nonwovens a stala se tak světovou trojkou v oblasti netkaných textilií. Byl jsem účastníkem celého jednání a byl jsem i přítomen v New Yorku při podpisu smlouvy. Líbilo se mi, jak to celé profesionálně proběhlo. Bezprostředně po uzavření obchodu přišli dosavadní i nový vlastník do továrny, aby nejprve osobně informovali zaměstnance o změnách, a teprve pak byla zpráva poskytnuta veřejnosti a publikována ve světových médiích.

**Když zmiňujete zahraniční akvizice, je nějaký rozdíl v tom, jak v zahraničí zaměstnanci přijímají prodej své firmy?**

Ano, mnohem častěji mají přímé otázky, požadují informace o tom, co s nimi bude, zda budou mít práci, jak se změní jejich podmínky. Chtějí vědět, jak se bude transakce komunikovat třeba zákazníkům. Dovedu si představit, že v Česku se v takové chvíli nebude diskutovat vůbec nebo jen o podružnějších záležitostech.

Hlavní rozdíl mezi námi a třeba právě Amerikou je v tom, že kdykoli se tam zaměstnanci sejdou, tak se znova ujišťují o tom, že jejich firma je ta nejlepší na světě. Sami věří, že v tom, co dělají, jsou skutečně nejlepší. U nás jsme sice také často na špici, ale jen málokdo se v tom také sám utvrzuje. V tomto bychom si mohli vzít příklad a měli bychom si umět dodat sebevědomí a mít schopnost prezentovat se navenek. V tom jsou pro nás Američané nedostižní.

Naši podnikatelé se ale nebojí být aktivní ani mimo Českou republiku a své investice směřují i do zahraničí.

**Ve kterých oborech vidíte pro akvizice nejlepší příležitosti nebo naopak největší rizika?**

Rádi se podílíme na transakcích z potravinářského segmentu, to je stabilní obor. Nové příležitosti jsou stále i v telekomunikacích, kde je ještě prostor pro akvizice lokálních hráčů. Zdravotnictví je také velmi dobrý segment se stabilním výnosem, i když pro investice velmi obtížný. Karty jsou již rozdány, stát neprivatizuje, nedá se nic koupit. V této oblasti financujeme velkou skupinu Agel, a to u nás i na Slovensku, je to další příklad vynikající česko-slovenské spolupráce.

Dříve jsme byli velmi aktivní v energetice a rádi jsme ji financovali, ale postupem doby se situace proměnila. Energetika je dnes hodně neprůhledná, je nejasná vládní energetická koncepce v návaznosti na klimatické změny, nedají se odhadnout případná budoucí regulační opatření ze strany státu a hlavně změny dotační politiky, na které bohužel dnešní

energetika stojí a padá.

Obecným rizikem, které může postihnout podniky ze všech oborů, jsou technologické změny a inovace, které firma na rozdíl od jiných nezachytí a přestane tak být konkurenceschopnou. V důsledku toho se může dostat i do problémů se splácením úvěrů na investice.



### **Je nějaký moment, ve kterém se akviziční financování ČSOB liší od jiných bank?**

Podobně jako naši konkurenti i my jsme součástí mezinárodní bankovní skupiny KBC. Na rozdíl od ostatních jsme si ale podrželi kompetence v řadě sofistikovaných oborů, mezi něž patří i akviziční financování, realizujeme ho v tuzemsku a schvalujeme v sídle ČSOB zde v Praze. Naše konkurence obdobné specializované služby a poradenství poskytuje jen ze svých centrál ze zahraničí. Řekl bych, že i toto je důležitý moment, který přitahuje talenty do našeho týmu akvizičního financování. Máme zde vysoce odbornou pracovní skupinu, která disponuje nejen znalostí českého trhu, ale má podstatné know-how ze zahraničí, kde jsme také stále aktivní. Díky tomu jsme schopni přinést expertní pohled na věc a zkušenosti z jiných zemí sem, do České republiky. Právě kvůli detailní znalosti českého trhu můžeme odhalit všechny příležitosti, které u nás jsou. Úzce spolupracujeme i s dalšími pobočkami naší mateřské banky KBC, především na Slovensku a v Maďarsku. Jsme tak schopni zajistit komplexní služby, které zahrnují součinnost našich partnerských bank z těchto zemí.

Ale především jsme banka, která ráda půjčuje tady v Česku a na projekty českých firem. Jsme velmi otevření a vstřícní, pokud jde o projekty, které hodlají naše firmy uskutečnit, a rádi posoudíme každý nový podnikatelský projekt.

Také jsme největší korporátní banka na trhu, máme velkou

bilanci a díky tomu jsme schopni profinancovat i velké úvěry v řádu několika miliard – a to sami, nejsme nuceni takovou operaci syndikovat. Klientovi to přinese zjednodušení komunikace i úsporu na poplatcích, protože vše zajišťuje jediný subjekt. Naše portfolio úvěrů dlouhodobě přesahuje jednu miliardu eur a stále cílíme na další růst.

### Co vás na vaší práci nejvíce baví?

Pro někoho jsou finance nudné, ale já sám to, co dělám, považuji za tvůrčí činnost. Baví mne různorodost a pestrost jednotlivých obchodních případů, mám možnost se setkávat se stále novými klienty, hledat neustále nové příležitosti. V oboru akvizičního financování se pohybuji od roku 2004 a tato práce mi stále ještě nezevšedněla.

Alexander Lichý

---

## Cenu ropy nelze přesně odhadnout, dá se však zajistit

Poroste, nebo klesne? Analytici denně sledují vývoj a snaží se předpovědět, co bude s cenou ropy. Ta pak přímo ovlivňuje cenu pohonných hmot. A to i v České republice. Velmi rychle, skoro on-line. Češi s tím sice nic neudělají, ale i jich se dotýká geopolitické napětí na Blízkém Východě nebo zostřující se obchodní bitva mezi USA a Čínou. Dá se s tím nějak bojovat? Existuje možnost ochránit své podnikání proti rostoucím cenám ropy, potažmo nafty? Co může, nebo co by spíš měl udělat každý

dopravní podnik či zemědělec v Česku vysvětluje v rozhovoru pro deník E15 Jan Boháč, manažer pro komoditní zajištění Československé obchodní banky.

## **Jak důležité je pro bankéře či analytika české banky sledovat dění a vývoj kolem OPEC?**

Pohyb ropy a kolísání cen komodit má přímý dopad na mnoho našich klientů. Riziko plynoucí ze změn ceny ropy se nejvíce dotýká dopravců, ať už kamionové dopravy, nebo přepravy osob, například dopravních podniků měst. Dále také zemědělců či cestovních kanceláří. Tím, že se cena nafty či leteckého kerosinu přímo odvíjí od ceny ropy, tak sledovat dění kolem OPECu je pro nás extrémně důležité. On je jedním z cenotvůrců na trhu.

## **Máte vůbec šanci se dostat k nějakým zásadním informacím? A třeba ještě dříve, abyste jim mohli přizpůsobit svá následná rozhodnutí?**

OPEC se řídí striktní informační politikou, takže vycházíme z oficiálních informací, které vydávají agentury Bloomberg a Reuters. Přebíráme také zprávy od našich partnerů z londýnského derivátového trhu, kde tyto bankovní operace obchodujeme. ČSOB je v rámci KBC zodpovědná za komoditní výzkum, kterému dominuje právě ropa. V rámci naší práce se snažíme klientům dodat co nejpřesnější popis nejen toho, co se děje právě teď, ale samozřejmě i náš názor na budoucí vývoj. Klienty totiž ani tak nezajímá, proč dnes stojí barel ropy 75 dolarů, ale kde bude cena zítra nebo za měsíc.



## **Jak rychle se v Česku projevují výsledky jednání OPEC? Tedy výkyvy cen ropy?**

Maximálně v řádu dnů, stále častěji však téměř ihned. Na

jakékoliv rozhodnutí zemí OPEC okamžitě reagují obchodníci na burzách. Obchodují se různé ropy – Brent či WTI – tyto trhy dokáží velice promptně všechny informace přetavit ve změnu ceny. Pokud to jsou informace, které takzvaně podpoří cenu ropy, tak cena vzroste v pár sekundách. A na tomto základě se ovlivňuje cena ropných destilátů v České republice.

**Čím to, že každý český občan zjistí téměř vzápětí, že zdražuje ropa, takže pohonné hmoty, ale obráceně téměř nikoliv?**

Pokud se jedná o zdražování, tak vidíme rychlé reakce. Třeba na benzínových pumpách se vyšší cena objeví v řádu dnů, maximálně týdne. Na druhou stranu, pokud dojde ke zlevnění ropy, tak je časová prodleva delší a tam už můžeme spekulovat, jestli je to dáno opravdu tím, že benzínová stanice měla nakoupené zásoby za vyšší cenu a čeká, než je vyprodá, a nebo je tam prostor pro dodatečný zisk.

**Co ovlivňuje ceny ropy a proč jsou tak nestálé?**

Důvod je nepružnost jak na straně nabídky, tak na straně poptávky. Jakmile tedy dojde k neočekávanému vývoji, ať již v nabídce nebo poptávce, cena ropy reaguje velmi citlivě. Pokud vezmeme například rok 2014, kdy jsme zaznamenali pád ceny ropy ze 115 dolarů za barel až pod 30 dolarů, tak klíčovou roli sehrál nečekaný nárůst produkce v USA v důsledku technologického průlomu tzv. frakování. Těžba z břidlic dokonce Spojeným státům zajistí již ke konci tohoto roku pozici největšího světového producenta ropy před Ruskem a Saúdskou Arábií. Ropa je navíc komodita cyklická, což znamená, že reaguje výrazně na pohyby v globálním hospodářském cyklu. Jako názorný příklad může sloužit výrazný nárůst cen v letech 2003-2008, který byl tažený právě solidní kondicí globální poptávky, zejména z rozvíjejících se ekonomik.

**Co ještě dále ovlivňuje cenu ropy?**

Jedná se o širokou paletu faktorů. Kdybych měl ale zmínit jeden důležitý pro první polovinu tohoto roku, pak by se



zjistěte jednalo o nárůst geopolitického napětí na Blízkém východě. V posledních týdnech pak i trh s ropou ovlivňují obchodní třenice mezi USA a Čínou.

### **Odkud se dováží ropa do Česka?**

Do České republiky proudí ropa ze dvou zdrojů. Tím prvním je ropovod Družba, kterým přitékají asi dvě třetiny z celkového objemu ropného importu, a to převážně z Ruska. Tím druhým pak Ingolstadt, jenž přivádí z oblasti Kaspického moře.

Pokud vezmeme například rok 2014, kdy jsme zaznamenali pád ceny ropy ze 115 dolarů za barel až pod 30 dolarů, tak klíčovou roli sehrál nečekaný nárůst produkce v USA...

### **Je tedy česká ekonomika přímo závislá na rozhodnutích OPECu?**

Česká ekonomika se svým charakterem řadí k malým a otevřeným ekonomikám, což jinými slovy znamená, že

nás zásadním způsobem ovlivňují jakékoli externí šoky. Ať již to jsou rostoucí ceny ropy nebo třeba probíhající normalizace úrokových sazeb ve Spojených státech. Pokud neuvažujeme o absolutní izolaci po vzoru Severní Koreje, pak nezbývá než se s touto realitou smířit.

### **Jaký dopad na české firmy má nestálá cena ropy?**

Dopad rozlišujeme podle toho, jestli jde o producenty dané komodity, a nebo jsou to její spotřebitelé. Pokud je to producent nebo obchodník, který má ropu nakoupenou za pevnou cenu, tak tyto subjekty jsou senzitivní na pokles ceny. Naopak, pokud jde o spotřebitele, třeba dopravci, tak ti mohou být v situaci, kdy poskytují své služby na základě pevné smluvní ceny, kterou se zavázali plnit po určité období. Pak zhruba znají své výnosy, neznámou je však cena nafty během toho daného období, kdy smluvně poskytují fixní cenu.

### **Uvedl byste příklad?**

Tedy typicky autobusová společnost, která zabezpečuje dopravní obslužnost pro nějaký kraj. Pokud se ona autobusová společnost domluví na podmínkách s krajským úřadem a garantuje neměnné ceny za kilometr za celý rok, ideálně okamžitě by měla provést u banky zafixování ceny nafty na celý rok dopředu. Ví, kolik jejich autobusů najede ročně kilometrů a kolik spotřebuje nafty. Tato společnost může vstoupit do jednání s bankou a provést tzv. zajišťovací operaci a zajistit si cenu nafty na dané časové období dopředu.

### **Co kdyby někdo chtěl s výkyvy cen nafty tzv. spekulovat?**

Ono by se to nemuselo vyplatit. Z letitých zkušeností také víme, že se to nevyplácí. Rozhodně se na spekulacích nedá stavět stabilní finanční plán. Pokud dojde k zafixování ceny vstupů i výstupů, tak marže podnikání není ohrožená, ať bude výkyv cen nafty jakýkoliv. Jsou tam dvě zásadní věci. Při zajištění nese riziko banka a klient nikdy neprodělá. Cena ropy kolísá a dalo by se říci, že jednou firma vydělá, jednou prodělá. V tom však tkví obrovská nebezpečí, protože ceny sice kolísají, ale zároveň se pohybují trendově. Na trhu je rostoucí trend, který vidíme od roku 2015, kdy byla cena ropy 34 dolarů za barel, nyní jsme na 75 dolarech. Takže za poslední roky sledujeme stabilní růst cen, sice s menšími výkyvy, ale přesto pořád nahoru. Pokud by firmy spoléhaly na to, že jednou koupí draž a jednou levněji, tak tato sázka nemusí vyjít, protože denní malé výkyvy cen směrem dolů nepokryjí ztráty z celkového trendového růstu cen za dané období. Pro firmy nemá smysl spekulovat, protože těžko odhadnou trend cen.



### **Co má tedy udělat přepravní firma, dopravní podnik, ale i zemědělské družstvo, které spotřebovávají naftu?**

Vždy se musí kvantifikovat riziko. To znamená zjistit, kolik nafty budu potřebovat proto, abych mohl fungovat a dostat svým

závazkům, ke kterým jsem se zavázal. Musím vědět, za jakou cenu budu onu dopravní službu poskytovat, popřípadě s jakými náklady na pohonné hmoty firma kalkulovala při sestavování finančního plánu. Důležité je zvážit i měnu zajištění, protože pokud jde třeba o českou dopravu s mezinárodní působností, tak s největší pravděpodobností firma tankuje i za eura.

### **Podceňují čeští podnikatelé možná rizika? Nebo že si je neuvědomují?**

Firmy mají poměrně velké zkušenosti se zajišťováním měnového rizika, tedy se zajištěním kurzu koruny vůči dolaru nebo euru. Čeští klienti si výrazně oblíbili také úrokové zajištění, kde se zajišťují proti vzestupu úrokových měr. Komoditní zajištění je dalším kamínkem do mozaiky toho, co finanční trhy mohou nabídnout. Když se na to podíváme z pohledu komoditního rizika a firem, tak u malých a středních firem si dovoluji mluvit o podceňování. Například menší dopravní firmy nebo zemědělská družstva o tom riziku vědí, také vědí, že ho podstupují, ale přesto je tam tendence řešení rizika odkládat. A pokud dojde k negativnímu cenovému pohybu, tak dochází k alibismu: On trh se pohnul. Svádí se to na třetí stranu, na vyšší moc. U velkých společností je povědomí o komoditním zajišťování větší, protože mají vlastní finanční oddělení a specialisty finančního řízení. Tam vědí, že se mohou zajistit proti cenovým pohybům a naučili se s tím velmi dobře pracovat. Velké rezervy vidíme u středních a menších podniků.

### **Je to o zodpovědnosti? O spekulacích? O tom bezstarostně vydělat?**

Některé společnosti se naučily nechat hráčskou vášeň bokem a přijmuly metody vyhodnocování a řízení rizika. Podstatná je zodpovědnost a disciplína a pravidelné zajištění marže z podnikání, pokud je to proveditelné. Samozřejmě, někdy se firmám povede jednou, či dvakrát odhadnout tržní vývoj a společnost na tom vydělá, ale potřetí už to nevyjde a firma se dostane do významné ztráty. Otázkou je cíl podnikání daných

firem, zda je to rychlý zisk a akceptace rizika, nebo je to řízení a zajištění rizika a udržitelnost podnikání.

### **Kdo jsou větší hráči?**

Majitelé. Manažeři zpravidla neriskují a „nehrají“. Snažíme se klienty naučit jednu věc, že je nejlepší mít ošetřené maximum rizik. Protože čím méně jich podstupujete, tím máte lépe zajištěné podnikání a můžete se věnovat dalším věcem, rozvoji. Zásadní je se nedívat na věci z pohledu vývoje ceny, ale z pohledu udržení marže. Vždy by firma měla mít jisté to, na co kalkuluje marži. Kdo riskuje může skokově víc vydělat, ale také skokově víc prodělat.

dostát svým závazkům, ke kterým jsem se zavázal. Musím vědět, za jakou cenu budu onu dopravní službu poskytovat, popřípadě s jakými náklady na pohonné hmoty firma kalkulovala při sestavování finančního plánu. Důležité je zvážit i měnu zajištění, protože pokud jde třeba o českou dopravu s mezinárodní působností, tak s největší pravděpodobností firma tankuje i za eura.

### **Podceňují čeští podnikatelé možná rizika? Nebo že si je neuvědomují?**

Velké společnosti vědí, že se mohou zajistit proti cenovým pohybům a naučili se s tím velmi dobře pracovat.

Firmy mají poměrně velké zkušenosti se zajišťováním měnového rizika, tedy se zajištěním kurzu koruny vůči dolaru nebo euru. Čeští klienti si výrazně oblíbili také úrokové zajištění, kde se zajišťují proti vzestupu úrokových měr. Komoditní zajištění je dalším kamínkem do mozaiky toho, co finanční trhy mohou nabídnout. Když se na to podíváme z pohledu komoditního rizika a firem, tak u malých a středních firem si dovoluji mluvit o podceňování. Například menší dopravní firmy nebo zemědělská družstva o tom riziku vědí, také vědí, že ho podstupují, ale přesto je tam tendence řešení rizika odkládat. A pokud dojde k negativnímu cenovému pohybu, tak dochází k alibismu: On trh

se pohnul. Svádí se to na třetí stranu, na vyšší moc. U velkých společností je povědomí o komoditním zajišťování větší, protože mají vlastní finanční oddělení a specialisty finančního řízení. Tam vědí, že se mohou zajistit proti cenovým pohybům a naučili se s tím velmi dobře pracovat. Velké rezervy vidíme u středních a menších podniků.

### **Je to o zodpovědnosti? O spekulacích? O tom bezstarostně vydělat?**

Některé společnosti se naučily nechat hráčskou vášeň bokem a přijmuly metody vyhodnocování a řízení rizika. Podstatná je zodpovědnost a disciplína a pravidelné zajištění marže z podnikání, pokud je to proveditelné. Samozřejmě, někdy se firmám povede jednou, či dvakrát odhadnout tržní vývoj a společnost na tom vydělá, ale potřetí už to nevyjde a firma se dostane do významné ztráty. Otázkou je cíl podnikání daných firem, zda je to rychlý zisk a akceptace rizika, nebo je to řízení a zajištění rizika a udržitelnost podnikání.

### **Kdo jsou větší hráči?**

Majitelé. Manažeři zpravidla neriskují a „nehrají“. Snažíme se klienty naučit jednu věc, že je nejlepší mít ošetřené maximum rizik. Protože čím méně jich podstupujete, tím máte lépe zajištěné podnikání a můžete se věnovat dalším věcem, rozvoji. Zásadní je se nedívat na věci z pohledu vývoje ceny, ale z pohledu udržení marže. Vždy by firma měla mít jisté to, na co kalkuluje marži. Kdo riskuje může skokově víc vydělat, ale také skokově víc prodělat.

### **Děláte rozdíl mezi malými a velkými zákazníky?**

Ne, nerozlišujeme velké a malé zákazníky. Z hlediska obchodovatelnosti máme nastavené minimální objem, který u dopravy činí 25 tun, což je jedna cisterna. Víme, že některá družstva spotřebují v sezoně tři až čtyři cisterny za měsíc. Takže i takoví klienti se mohou zajišťovat.

✘ **Jan Boháč**

*manažer pro komoditní zajištění, Finanční trhy ČSOB*

Vystudoval Ekonomickou fakultu Technické univerzity v Liberci. V ČSOB působí od roku 1998. Od počátku je členem týmu Finančních trhů, kde se nejprve věnoval obchodování s cizími měnami. V roce 2007 se jako člen derivátového týmu začal věnovat obchodování s burzovními finančními deriváty. V ČSOB úspěšně řídil implementaci obchodování s OTC komoditními deriváty, díky čemuž banka získala schopnost aktivně nabízet produkty sloužící k zajištění komoditního rizika. Výrazným oceněním těchto aktivit je skutečnost, že se v roce 2008 Finanční trhy ČSOB staly v rámci skupiny KBC Centre of competence právě v oblasti v komoditního zajištění.

**Vít Chalupa**

**E15, 25. červen 2018**

---

## **Nejlepší okamžik pro prodej firmy je právě nyní**

A poradenská společnost v oblasti fúzí a akvizic s nejdelší historií v České republice v tom může efektivně pomoci, dodává Marek Rehberger, výkonný ředitel v Patria Corporate Finance.

Společnost Patria Corporate Finance je nejstarší českou poradenskou společností v oblasti M&A, jejíž historie sahá až do roku 1994. Nyní je součástí skupiny ČSOB, a je tak připravena poskytnout poradenské služby pro 4000 korporátních, 110 000 firemních a 5000 privátních klientů banky. Doplnuje

tak poradenské portfolio služeb skupiny ČSOB především o dnes velmi aktuální oblast nákupu a prodeje firem.

**Říkáte, že ideální okamžik pro prodej firmy je právně teď. Čím je nynější situace tak unikátní?**

Je tam několik faktorů, které se vzájemně podporují. Firmy a investoři mají přebytek hotovosti, pro kterou hledají uplatnění. Možností, jak zhodnotit úspory, mnoho není, a tak kupují nemovitosti, akcie na veřejných trzích nebo celé společnosti. Postupně rostou mzdové náklady, rostou úrokové sazby, rostou ceny nemovitostí, zvyšuje se inflace, posiluje koruna a obtížněji se bude vyvážet... Pokud někdo uvažuje o prodeji podniku, tak zlatá rada je neváhat. Jsme nyní na vrcholu hodnoty firem, tato situace patrně vydrží jeden nebo dva roky, pak už se nějakou dobu optimální situace nebude opakovat. Ceny nemovitostí od roku 2008 stouply na dvojnásobek a hodnoty firem sledovaly prakticky stejný trend.



**Předpokládám, že prodat firmu je ale podstatně složitější úkol než prodat nemovitost...**

Je to tak. Při prvním zběžném pohledu na věc to vypadá, že jsme svého druhu „realitka na firmy“, ale ve skutečnosti je pro úspěšný prodej firmy potřeba mnohem větší know-how a zkušenosti. Bohužel řada majitelů, kteří se v této oblasti neorientují, obtížnost prodeje své firmy podcení. Nezávládnutý prodej podniku má často negativní dopad na zaměstnance, poškodí vztahy s odběrateli nebo dodavateli, utrpí pověst firmy jako takové. Důsledkem je pak i to, že majitel nezíská za prodej takovou částku jako v případě, kdyby byl celý proces veden správně.

**Jak hledáte zájemce o prodej firmy – nebo oni hledají vás?**



Řada poptávek na spolupráci při prodeji nebo koupi firem přichází rovnou od majitelů firem nebo investorů. Je to proto, že jsme se v tomto oboru postupně vypracovali na jedničku na trhu a klienti nás znají. Někdy se také na základě signálů z trhu dozvíme o uvažovaném prodeji sami a majitele oslovíme s nabídkou. Hlavní část zájemců nás ale kontaktuje na základě doporučení bankéře z ČSOB, třeba proto, že sami o prodeji uvažují a požádali jej, aby jim s danou situací pomohl. Některé společnosti se také mohou dostat v rámci svého životního cyklu do stavu, kdy prodej ekonomicky nebo technologicky silnějším partnerovi je pro současného majitele tím nejlepším východiskem z obtížné situace. Pak to může být zase bankéř, který situaci podniku průběžně sleduje a který majiteli navrhne, aby o prodeji uvažoval. V tom je postavení ČSOB unikátní: má kompletní škálu finančních a poradenských služeb, a tak je schopna podat svým klientům pomocnou ruku ve všech fázích životního cyklu jejich podnikání – a do toho patří i ukončení aktivní podnikatelské činnosti a prodej firmy.

### **Dají se nějak určit hlavní důvody pro prodej firmy?**

Situace v České republice je specifická v tom, že hodně firem vzniklo v devadesátých letech. Tehdejší třicátníci a čtyřicátníci se nyní dostávají do bodu, kdy musejí uvažovat o tom, jak dál. V případě rodinných firem přichází v úvahu předání v rámci rodiny, v ostatních případech může být logickým krokem prodej firmy. Majitelé se dostávají do věku, kdy už je vedení podniku nad jejich síly, nebo chtějí už se svou náročnou prací skončit a užít si peníze, které vydělali. Jiní se zase mohou dostat do situace, kdy nevědí, jak dál firmu strategicky rozvíjet.

Nezvládnutý prodej podniku má často negativní dopad na zaměstnance, poškodí vztahy s odběrateli nebo dodavateli, utrpí pověst firmy jako takové.

### **Jak celý proces prodeje firmy technicky probíhá a jaká při tom**

## může být vaše úloha?

Prodej firmy probíhá ve třech základních fázích – je to příprava nabídky, dále vyjednávání s potenciálními zájemci a nakonec uzavření transakce a vypořádání.

V první fázi se uskuteční prvotní analýza, jejíž součástí je tržní ocenění společnosti a nalezení „podnikatelského příběhu“ firmy, který pomůže vzbudit zájem u případných investorů. Následuje příprava marketingových dokumentů. Jednak je to prvotní shrnutí o předmětu prodeje, takzvaný teaser, který je zpravidla jednostránkový. Podrobnějším materiálem, který sestavujeme, je investiční memorandum popisující fungování firmy již detailněji; jeho rozsah bývá okolo 50 stran. Tyto materiály sestavujeme sami a často pro nás představují nejnáročnější část spolupráce. Současně sestavíme širší okruh investorů, které navrhujeme oslovit, a konzultujeme jejich seznam s prodávajícím. Vybrané firmy pak oslovíme a požádáme je o indikativní nabídky.

Ve druhé fázi vyhodnotíme předběžné nabídky a na jejich základě doporučíme klientovi, se kterými potenciálními investory bychom měli jednat dále; obvykle jsou dva nebo tři, nejvýše však pět, větší počet by už byl nepraktický. Následuje hloubková kontrola (due diligence), připravíme manažerské prezentace, často doprovázené prohlídkou výrobních prostor. Současně zpracujeme on-line knihovnu (data room) veškeré shromážděné dokumentace o prodávané společnosti, do níž mají zájemci přístup. Zde jsou uloženy důležité smlouvy a další dokumenty, které se týkají majetkových poměrů a obchodní činnosti podniku. Od zájemců pak očekáváme konečnou závaznou nabídku.

Třetí fází je pak výběr nejlepší nabídky, uzavření kupní smlouvy a konečně vypořádání transakce. Někdy je v této fázi nutné schválení Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže. Pokud by v konečné fázi vybraný investor z nějakých důvodů odstoupil, oslovili bychom dalšího v pořadí z těch, kteří

podali závaznou nabídku.

Každá z uvedených fází tedy zahrnuje několik samostatných úkolů a je na dohodě s klientem, které fáze a které jednotlivé činnosti pro něj uděláme my a které si zajistí vlastními silami. Záleží na tom, jestli mu jen chybí potřebné kapacity, nebo zda postrádá i zkušenosti nebo orientaci na trhu. Dochází i k případům, že prodávající již je na prodeji předběžně dohodnut s konkrétním kupcem. Pak dohlédneme jen na to, aby prodávající dostal za prodej spravedlivou cenu a aby řádně proběhlo i vypořádání obchodu.

### **Jak dlouho celý proces trvá a jaká je cena za vaše služby?**

Každá fáze typicky trvá dva až tři měsíce, celý prodej je tak možno uskutečnit v horizontu šesti až devíti měsíců. Někdy ještě předchází úvodní fáze, která řeší případy, kdy firma nemá jasný byznys plán nebo nemá dořešenou a zkonsolidovanou vlastnickou strukturu. To se musí dát do pořádku nejdříve.

Naše cena je převážně konstruována jako „success fee“, tedy odměna za úspěšnou transakci. V praxi to znamená, že menší fixní částky inkasujeme za realizaci první a druhé fáze, které jsou spojeny s vypracováním dokumentace a vynaložením značného úsilí na naší straně. Hlavní část odměny se odvíjí od konečné částky transakce, obvykle činí 2–4 procenta z kupní ceny, v závislosti na velikosti transakce. Pro klienta to znamená, že v celém procesu stojíme na jeho straně; je totiž i naším zájmem, aby celá operace proběhla úspěšně a aby prodávající dosáhl na co nejvyšší prodejní cenu.



### **Pokud jsme narazili na otázku ceny za prodej firmy, jak se nejčastěji stanoví její výše?**

Modelů je více, každé ocenění je do jisté míry akademické cvičení a naše role je v tom, aby odhad byl co nejpřesnější. Nejblíže realitě se dostáváme při použití srovnatelných

prodejů, které se uskutečnily v minulosti. Máme na to speciální databáze, z kterých vycházíme, a výsledky jsou poměrně přesné. Standardně očekávanou cenu odvozujeme z hodnoty EBITDA, což jsou výnosy před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace. EBITDA vlastně charakterizuje provozní výkonnost společnosti. Hodnota společnosti (equity value) se pak odhadne jako násobek hodnoty EBITDA zmenšený o úvěry a navýšený o hotovost. Násobky se dnes pohybují v rozmezí 5–15 s tím, že v extrémních případech mohou být i přes 20. Ale to se týká firem s opravdu velkým růstovým potenciálem.

### **Říkáte, že je ideální doba pro prodej firmy. Je také vhodný okamžik pro akvizice?**

Ekonomika roste, firmy a investoři mají často dostatek nebo i přebytek hotovosti. Akvizice fungující firmy může být nejrychlejší cestou, jak rozšířit svůj byznys. Postavit novou továrnu na zelené louce trvá nejméně pět let, fungující fabriku je možné získat a provozovat podle svých představ za několik měsíců.

Zájem o akvizice je živý, vidíme transakce nejrůznějšího typu, firmy expandují horizontálně, kdy kupují své konkurenty, nebo vertikálně, kdy kupují své dodavatele nebo odběratele. Často diverzifikují, tedy expandují do dalších oblastí. Buď tam vidí perspektivu třeba z technologického hlediska, nebo se chtějí zajistit proti výkyvům obchodního cyklu ve svém segmentu podnikání. Je zajímavé pozorovat, jak firmy dnes přistupují k expanzi: „Dobrý hospodář jen kupuje, ten nikdy neprodává“, jak nadneseně říká jeden náš klient a tímto pravidlem se celý život řídí – vlastní už dvacítku firem.

Trend se oproti devadesátým letům obrátil a čeští podnikatelé stále více pronikají i do jiných zemí než na Slovensko – odvažují se jít do Maďarska, Německa, Turecka nebo do USA. Naše výhoda je v tom, že máme přehled i na mezinárodním trhu, a tak jsme schopni pomoci i s akvizicí mimo naše území, kdy se můžeme obrátit na své partnery v zahraničí.

Postavit novou továrnu na zelené louce trvá nejméně pět let, fungující fabriku je možné získat a provozovat podle svých představ za několik měsíců.

### **Jak se liší proces akvizice firmy od jejího prodeje?**

Pokud byl náš klient již osloven přímo prodávajícím, pak pro něj připravíme indikativní nabídku, uděláme hloubkovou kontrolu nabízené firmy, ověříme její fungování a sestavíme závaznou nabídku. V případě úspěchu vyjednáme smlouvu a zajistíme, aby proběhlo plnění, obvykle převod akcií. Opět jsme na straně klienta a staráme se o to, aby nabídka byla férová, často jde o tendr, takže kupující nesmí přeplatit, ale současně se musí snažit dát takovou nabídku, aby v konkurenci uspěl.

Pokud má klient volné prostředky a chce, abychom mu pomohli najít vhodný podnik ke koupi, využijeme opět našich znalostí trhu, abychom mu vhodnou firmu vytipovali, jeho jménem učinili nabídku a majitele přesvědčili k prodeji.

Častým případem je, že se současně staráme o financování akvizice. Kupující může mít totiž jen část prostředků, zbytek se financuje bankovním úvěrem nebo jinými formami externího financování. Obvyklý model je takový, že kupující zaplatí 30 % kupní ceny přímo, zbytek se uhradí z bankovních a jiných zdrojů.

Podobně jako u prodeje je hlavní část naší odměny „success fee“. To se odvíjí od hodnoty firmy, ale je stanoveno fixně, nikoli procentem z prodejní ceny – nedává totiž smysl, abychom měli zájem na co nejvyšší kupní ceně, cíl klienta je právě opačný.

Nezřídka je naší hlavní rolí odstínit klienta směrem k protistraně. My vlastně někdy hrajeme toho zlého, aby si náš klient mohl udržet určitý nadhled a pouze strategicky sledoval proces akvizice či prodeje správným směrem.

## Prodej firmy může být velmi emotivní záležitost, setkáváte se s tím?

Naším úkolem je emoční bariéry překonat, v procesu prodeje vstupujeme jako třetí strana mezi kupujícího a prodávajícího. Tím jsme schopni řadu tlaků absorbovat. Někdy emoce nevedou k optimálním rozhodnutím, prodávající se často zdráhá přenechat podnik svému konkurentovi, tedy člověku, se kterým mnoho let tvrdě soupeřil na trhu. Přitom právě nejsilnější konkurent může být tím nejvhodnějším kandidátem, aby podnik a jeho byznys úspěšně převzal; prokázal totiž, že má nejlepší schopnosti, sílu nebo know-how. Za každou firmou se skrývá nějaký podnikatelský a lidský příběh – sledovat a rozkrývat tyto příběhy je to, co mne na mé práci nejvíce baví.

**Alexander Lichý**

✘ **Marek Rehberger**  
rehberger@patria.cz

*Managing Director, Patria Corporate Finance*

Marek Rehberger je zodpovědný za řízení týmu Patria Corporate Finance a poskytování služeb a poradenství u velkých projektů v oblasti fúzí, akvizic, odprodejů, IPO a ocenění. Má více než 16 let zkušeností v oblasti firemních financí a kapitálových trhů. Jeho zkušenosti zahrnují strukturování a úspěšné uzavření smlouvy o partnerství mezi ČSOB a Českou poštou. V rámci svého působení v ČSOB řídil akvizice dvou penzijních fondů (Zemský a Hornický), akvizici 50% podílu v ČSOB Factoringu a odkup minoritních akcionářů ČSOB. Mezi další úspěšné transakce patří prodej Českomoravské záruční a rozvojové banky a Burzy cenných papírů Praha. V roce 2000 byl členem hlavního týmu v rámci ČSOB odpovědného za převzetí Investiční a Poštovní banky (IPB). V letech 2002 až 2005 měl

na starosti arbitrážní řízení ČSOB proti Slovenské republice. V roce 2006 strukturoval rozsah bankovních služeb pro výběr elektronického mýtného na dálnicích České republiky. Marek je předsedou představenstva a výkonným ředitelem Patria Corporate Finance. Získal inženýrský titul na Vysoké škole ekonomické v Praze.

---

## **Koupit firmu není jako pořídit stroj do fabriky**

Na trhu je obrovské množství likvidity a investoři hledají, co s ní udělat. Kupují akcie, kupují nemovitosti a kupují také firmy. Pro prodej firmy je dnes historicky nejlepší doba, říká Marek Prokeš, který v ČSOB vede zvláštní tým akvizičního financování malých a středních firem. Mnohaleté zkušenosti má z transakcí pro velké klienty a tak může dobře srovnávat a přesně ví, na co je třeba si kde dát pozor. Po čem dnes akviziční investoři prahnou na trhu nejvíce? Kde jsou ceny? Co dnes především řeší malé a střední firmy? Co ty velké?



**Jak se díváte na dnešní domácí trh akvizic při všudypřítomném přetlaku volných peněz a nedostatku atraktivních investičních příležitostí proti těmto penězům?**

V ekonomice je obrovské množství volné likvidity a trh je přehřátý. Investoři nevědí, co s danou likviditou udělat, takže kupují akcie a další aktiva, nemovitosti a také celé firmy, někdy i kvůli zmíněným nemovitostem. Trendem poslední doby je také zakládání nových investičních společností jako



jsou třeba family offices, nebo stále oblíbenější fondy s proměnným základním kapitálem. Obecně jsme v době obtížného hledání zajímavých finančních investic. Z historického pohledu je dnes jednoznačně nejlepší doba, pokud uvažuji o prodeji firmy. Prodávající si jsou této situaci vědomi a někdy už požadují takové částky, že obchod přestává dávat ekonomicky smysl. Pro kupující je doba složitější. Peněz je na jedné straně hodně, vyšroubované ceny se ale projevují i v ochotě bank jít pouze na určitý limit financování, čímž rostou nároky na vlastní zdroje kupujícího. Setkal jsem se i s názory, že trh na poli akvizičního financování malých a středních firem už je přebraný a dále růst nebude. Uvidíme, jaká bude skutečnost.

### **Po čem teď investoři prahnou nejvíce?**

Téměř po všem. Velmi oblíbené jsou například investice do zdravotnictví nebo zemědělských družstev, které jsou spojeny i se spekulací na dlouhodobý růst cen půdy. Ceny se zde pak dostávají na iracionální násobky EBITDA. V podstatě se ale dá říct, že financujeme akvizice skoro ve všech oborech.

### **Co to znamená konkrétně? Jaká je situace na trhu například vůči tradičnímu vyjádření k EBITDA?**

Násobek EBITDA a její porovnání v rámci daného oboru je nejjednodušším oceňovacím nástrojem, ale rozhodně ne univerzálním, vždy je třeba zkoumat konkrétní společnost a její dlouhodobou schopnost generovat cash flow. Každý obor má v tomto směru také svá specifika a cenu nastavenou jinak. A pak jsou také případy, kde je EBITDA vedlejší a kupní cena se řídí se jinými zákonitostmi. Konkrétně mám na mysli například eshopy. EBITDA u nich může být na nule nebo takřka žádná, ale na prodej jsou za obrovské částky, odrážející sázku na obrat, síť, značku a potenciál do budoucna. Z pohledu ziskovosti to přitom v dnešní okamžik nedává smysl. Dalším takovým případem jsou kvazinemovitostní transakce. Tedy do mého portfolia, strategie nebo pouze jen jako atraktivní investice mne zajímá

určitá nemovitost, kterou můžu koupit jako součást firmy. Tam jsou dnes také násobky ocenění vysoké.

Z historického pohledu je dnes jednoznačně nejlepší doba, pokud uvažují o prodeji firmy.

**Přesto, kdybyste na dnešním trhu měl vyjádřit atraktivní cenu na straně koupě i prodeje? Atraktivní investici?**

Vždy záleží na konkrétním případě. Je rozdíl mezi segmenty a logicky také mezi akvizicí u velkých firem a naopak u firem malých a středních. Velké transakce s dobrými podniky se mohou odehrávat kolem desetinásobku optikou EBITDA nebo dokonce i výše. V segmentu malých a středních firem, zkráceně SME's, je toto představitelné těžko. Za relativně příjemný poměr pro kupujícího bych obecně označil šestinásobek. I pro samotné financování transakce, kdy například dvojnásobek EBITDY vloží kupující a čtyřnásobek financuje banka. A naopak, u SME je pro mě intuitivně násobek nad 8 důvod k opatrnosti, pokud to není případ s vysokým růstovým potenciálem nebo jinou jedinečností. Ale pokud se ptáte na ideální investici a ne sektor, tak bych hledal právě jedinečnost dané společnosti.

**Konkrétněji?**

Nepohlížel bych na to pouze segmentově, ale ptal bych se: Umí ta firma něco, co žádná jiná neumí? Vlastní unikátní patenty? Má zajímavé zákazníky s dlouhodobými kontrakty? Je to malá firma, ale svou specializací de facto s dominantním postavením v nějaké malé části trhu?

**Jste expertem na malé a střední firmy se znalostí i těch velkých. Přesuňme se od investorů právě do firem. Co jsou u SME's nejčastější motivace a okamžiky, kdy dojde na úvahu o prodeji firmy?**

Generační obměna není jen fráze, ale skutečně velký fenomén. Podle našich zkušeností až třetina všech transakcí v segmentu SME souvisí právě s generační obměnou a neočekáváme, že by

tento trend měl polevit. Velmi se osvědčuje, když majitel má strategii, komu a kdy firmu předat. V opačném případě to často vede k tomu, že se firma jednoho dne ocitne bez vedení a bez relevantního nástupce skončí. V tomto ohledu máme v ČSOB unikátní koncept „Rodinné firmy“. Dovolím si tvrdit, že na trhu poměrně jedinečně dokážeme ve spolupráci s ČSOB Advisory a Patrii Corporate Finance provést majitele a jeho firmu zdárně celým prodejním procesem.

Dalším typově častým příkladem, který souvisí s tématikou předávání otěží ve firmách, je vypořádání mezi společníky. Zejména menší a střední firmy zde často dojdou do okamžiku nesouladu mezi názory společníků nebo třeba hledání silného, strategického investora pro další růst. Specifikem SME's je, že tyto menší transakce jsou někdy zapeklitější a náročnější, než ty velké.



**Jak to myslíte? Kde jsou Vašima očima tedy největší rozdíly mezi transakcí na úrovni menší a střední firmy a u firmy velké?**

Faktem je, že velké firmy často už nějaké akvizice udělaly a je to o profesionalitě a připravenosti. Velké firmy mají vlastní akviziční týmy a jsou ochotny zaplatit si kvalitní poradce, kteří důsledně provedou podrobné právní, daňové i finanční due dilligence, tedy hloubkovou prověrku hospodaření i rizik protistrany v obchodu. Za bankou pak často přijdou s velmi konkrétní představou, jak celou transakci udělat. Promyšlenou, nepodceněnou, s časovým harmonogramem i z pohledu ošetření rizik realistickou a správnou.

U SME's jde často o jednu klíčovou velkou příležitost v životě kupujícího, ale souběžně také životní hrozbu, pokud se podcení a udělá špatně. Malá firma nebo nezkušený investor má často naprosto skvělý nápad a byznys, ale „na to okolo“ nejsou kapacity. Menší je právní i finanční povědomí kolem akvizice,

převládá přesvědčení, že je to přece velmi jednoduché – prostě koupím. Majitelé této velikosti firem často šetří každou korunu. Účetní, daňové nebo právní záležitosti řeší externě se zadáním „chci to co nejlevněji“ nebo dokonce vlastními silami. Majitelé pak někdy nechápou, proč některé věci vůbec řešíme. Jenže hrozba právního nebo daňového rizika je často vysoká a vyvracet musíme přesvědčení, že koupit firmu je přece jako koupit výrobní halu nebo stroj do fabriky. Tak to ale opravdu není, jak z pohledu rizik tak i způsobu financování.

V jiné rovině: je příjemné, že u SME's jednáme přímo s majiteli firem a strukturu vytváříme společně, zatímco u velkých transakcí vše často vymyslí kupující sám a neexistuje tam tak silná osobní vazba.

**Pojďme se o tomto pobavit podrobněji. Co jsou Vašima očima typické nedostatky, slabiny, podcenění ze strany právě menších a středních firem?**

Jako stěžejní vidím podcenění právních rizik. Celý převod firmy je značně náročná disciplína z právního pohledu, což klade velké nároky na profesionalitu a zkušenost osloveného právníka. Úspora nákladů je skvělá věc, ale v případě nákupu firem může někdy vést přehnaná snaha ušetřit k fatálním následkům, pokud si na spolupráci nevyberu zkušené profesionály, ať už jde o právníka, daňového poradce nebo financující banku. V extrémním případě k takovým, že celá transakce bude neplatná a investor o všechny své peníze přijde.

U SME's jde často o jednu klíčovou velkou příležitost v životě kupujícího, ale souběžně také životní hrozbu, pokud se podcení a udělá špatně.

Znovu alegoricky říkám, že koupě firmy není jako koupě stroje. Ruku v ruce s tímto popisem jde pak téměř pravidelné podcenění časového harmonogramu celé transakce. Další zásadní rovinou je přebírání majetku na straně jedné a závazků na straně druhé.

V jakém stavu je opravdu majetek? Nespadne mi kupovaná nemovitost? Neporušuje firma nějaké zákony, například nakládání s odpady? Jak je to s rizikem pokut, poplatků? Jak je to s patenty? To vše je zásadní mimo jiné podchytit v převodní smlouvě.

Kapitolou jsou také různé protikonkurenční doložky. Velmi častým rizikem bývá, že přebíraná firma může být závislá zakázkami, úspěchem a svým chodem na klíčovém partnerovi, zákazníkovi, který stojí na vztahu původního majitele vůči nim.

Jinou rovinou je podložený odhad hodnoty svého nebo naopak přebíraného byznysu. Často se setkávám s fenoménem, že menší firmy si nejsou vědomy hodnoty, za kterou by podíl měly prodat. Zatímco velká firma si je hodnoty vědoma velmi dobře a má tendenci nadhodnocovat, v SME se někdy může stát opak, tedy že vlastník hodnotu svého podílu podcení.

Tady všude jsem přesvědčen, že už naznačená schopnost skupiny ČSOB podržet klienta a „vyladit ho“ v každé fázi akvizice či naopak prodeje podílu či celé firmy je jedinečná.

## V čem?

Jako skupina dokážeme provést klienta všemi fázemi transakce. Od předtransakčního poradenství ČSOB Advisory, nalezení investiční příležitosti nebo naopak kupujícího od Patria Corporate Finance, po následné poskytnutí akvizičního financování nebo v konečné fázi třeba i nabídku ČSOB Asset Managementu pro prodávajícího poté, co získá peníze z prodeje. A to vše pod jednou střechou

V tomto ohledu jsme jedineční. Ani některé velké banky například poradenství vůbec neposkytují, menší banky nad rovinu korporátního bankéře nemají expertízu a dlouholeté odborné zkušenosti s akvizičním financováním.

Na čem si v tomto směru opravdu zakládám: Když dáme nabídku,

tak je reálná, dává smysl a pokud je klientem schválena, v té podobě a za sjednaných parametrů ji zpravidla opravdu dodáme. Moje zkušenosti přitom hovoří o tom, že to na trhu není tak docela samozřejmostí a že kombinace nezkušenosti i zdánlivě atraktivní nabídky, která se ale řešením a ve finále i náklady ukáže neprůchodnou, není výjimkou.

**Josef Němeček**

**✘ Marek Prokeš**

*ředitel akvizičního financování SME*

Vystudoval VŠE se specializací na finance. V bankovníctví se pohybuje již 16 let, přičemž ve skupině ČSOB působí od roku 2012, kdy se začal věnovat korporátnímu akvizičnímu financování při rozsáhlých transakcích. Od roku 2017 vede tým akvizičního financování malých a středních podniků. Před příchodem do ČSOB působil a sbíral zkušenosti jako korporátní bankéř.

---

## **Vyvarujte se fatálních chyb při předávání rodinné firmy**

V České republice se v posledních několika letech začíná naplno projevovat nutnost předávání rodinných firem mladší generaci nebo profesionálnímu managementu. Právě teď dochází k první větší generační výměně u podniků, které datují svůj vznik do raného polistopadového období, a ve většině případů chybí jejich majitelům předchozí zkušenosti, jak se s takovou situací vyrovnat. To může být pro řadu doposud dobře fungujících společností kritický okamžik. Statistiky ukazují,

že pouze jedna třetina z nich generační transfer zvládne úspěšně, proto je jistě na místě se tomuto tématu blíže věnovat.



Čeští majitelé rodinných firem se sice stále učí, jak s danou situací naložit, ale bohužel klíčové rozhodnutí firmu předat v mnoha případech oddalují. Snaží se přitom argumentovat tím, že aktuálně mají k řešení důležitější operativní problémy nebo že na předání firmy je v jejich případě ještě spousta času. Bohužel podcenění tohoto kroku může mít zcela fatální důsledky na chod společnosti a zničit roky tvrdé práce.

Statistiky ukazují, že pouze jedna třetina z firem generační transfer zvládne úspěšně...

Správně provedený proces transferu je poměrně časově náročný a trvá minimálně 9 až 12 měsíců. Ovšem finální uspořádání poměrů by mělo zajistit fungování společnosti na několik příštích desetiletí. Jde o jasnou investici do budoucnosti podniku a pokračování rodinného podnikání, která jsou současně důležitým signálem stability pro ostatní subjekty, jako jsou obchodní partneři nebo financující instituce.

Je důležité, aby si majitelé rodinných podniků uvědomili, že správné převedení vlastnictví firmy může eliminovat případné spory v rámci rodiny a může zabránit řadě nepříjemných situací. Z dosavadních zkušeností víme, že někdy nemusí prvotní impulz k řešení problému přijít přímo od potomků majitele, ale třeba od jeho životního partnera. Mnoha sporům lze předejít například využitím a správným nastavením institutu svěřenského fondu.

Důležitým předpokladem úspěšného předání společnosti je i to, aby se celý proces správně komunikoval vlastním zaměstnancům. Občas se ale bohužel setkáváme se situací, kdy je mladší generace dosazena do vysokých manažerských či vlastnických pozic, ale stálí zaměstnanci jejich autoritu neakceptují.



Jindy se setkáváme s případy, kdy zakladatelé nedávají dostatečný prostor svým potomkům a autokraticky o všem rozhodují sami. Svůj odchod ze společnosti si vůbec nepřipouštějí a brání se takové myšlence stylem „po mně potopa“. Není vhodné spoléhat se na nastavení českého právního prostředí ani na rychlost práce soudních orgánů. Heslo, že štěstí přeje připraveným, v tomto smyslu platí dvojnásob.

---

## Výlet do světa komodit

Pokud bychom ve světě finančních aktiv hledali skupinu s nejvýraznějšími cenovými výkyvy, pak by to bez větších pochyb byly komodity. Na rozdíl od dluhopisů, akcií či měnových kurzů nejsou v případě komodit cenové kotrmelce v řádech desítek procent za rok ničím výjimečným. Komoditám totiž chybí nejen pomyslná kotva v podobě výnosu do splatnosti či dividendy, ale zejména je pro ně typická nepružná tržní reakce, a to jak na straně nabídky, tak na straně poptávky. Z pohledu spekulantů jistě lákavé, z pohledu producentů či spotřebitelů leckdy velmi nepříjemné.



Kde jinde začít náš výlet do světa komodit, než u ropy, s více než třetinovým podílem ten vůbec nejvýznamnější zdroj primární energie na planetě. Bez nadsázky by se dalo říci, že ropa symbolizuje volatilitu komodit jako takových, vždyť jen za poslední čtyři roky se její cena pohybovala v širokém rozmezí téměř 90 dolarů za barel. Jak je to možné? V roce 2014 jsme totiž byli svědky jednoho z nejhlubších propadů cen v historii. Během roku a půl se cena za barel propadla ze 115 až pod 30 dolarů, zejména pod tíhou tzv. břidlicové revoluce

v USA. Že však obchodování s ropou nenabízí pouze jízdu jedním směrem, ukazuje následný vývoj. Globální hospodářské oživení společně s omezením těžby ze strany kartelu OPEC a Ruska totiž pomohlo opětovně nastartovat růst cen, které vystoupaly meziročně o více než 60 %, až k nynějším 75 dolarům za barel. Nemalou zásluhu na tomto růstu měly také geopolitické třenice v regionu Blízkého východu, což je další cenotvorný faktor, který je potřeba přidat k již tak široké paletě determinantů cenových pohybů. A naneštěstí, mnohé z nich jsou jen stěží předvídatelné, což vysvětluje vysokou míru nejistoty ohledně dalšího směřování cen ropy.

Ceny hliníku opět výrazně oslabily pod hranici 2200 dolarů za tunu. Trh s hliníkem tedy vskutku nenudí.

Do skupiny těch obtížně předvídatelných faktorů patří bezpochyby rovněž nárůst protekcionismu, který ztělesňuje aktuální obchodní konflikt mezi Spojenými státy a Čínou. Ten nicméně více než ropný trh prozatím zaměstnává globální trh kovů. Uvalení 10% cel na import hliníku do USA tak nejdříve v březnu tohoto roku poslalo ceny pod hranici 2000 dolarů za tunu a vystavilo stopku dvou a půl let trvajícím růstu cen. Vzhůru nohama se však trh s hliníkem obrátil již o několik týdnů později v reakci na nový balík amerických sankcí uvalených na Rusko, jež tvrdě dopadly zejména na hliníkářský gigant Rusal (zodpovědný za 6 % globální produkce). Výsledkem bylo zvýšení cen o mohutných 40 % v průběhu pouhých 14 dnů, aby následně – ve světle zmírnění sankčního režimu a další eskalace obchodního konfliktu – ceny hliníku opět výrazně oslabily pod hranici 2200 dolarů za tunu. Trh s hliníkem tedy vskutku nenudí.

Bez nadsázky by se dalo říci, že ropa symbolizuje volatilitu komodit jako takových, vždyť jen za poslední čtyři roky se její cena pohybovala v širokém rozmezí téměř 90 dolarů za barel.

Nejnovější kolo obchodních půtek mezi USA a Čínou však

nedopadá intenzivně pouze na trh kovů, ale výrazně promlouvá i do trhu zemědělských komodit. S ohledem na intenzitu vzájemné obchodní výměny se jako hlavní poražená jeví sója, nicméně z evropského pohledu doléhají obchodní třenice negativně i na důležitější zemědělské komodity, například pšenici. Co je však tím nejdůležitějším determinantem cenového vývoje zemědělských komodit, jsou výkyvy počasí, které mají s železnou pravidelností za následek cenové skoky. Jen v minulém roce se tak nadstandardní globální úroda přetavila v pokles ceny ze 180 na 150 euro za tunu, což je však stále nevýznamný posun v porovnání s rokem 2014, kdy i za přispění proti-ruských sankcí cena zkolabovala z 220 až na 155 eur za tunu. A to už je opravdová jízda na horské dráze...

---

## **Jak se bránit rostoucí ceně ropy a dalších komodit?**

Zvyšující se cena ropy a nepříznivý vývoj cen komodit představují riziko pro výrobce i jejich zákazníky. Budoucnost je nejistá. Pokud se týče cen ropy, surovin pro průmysl nebo zemědělských plodin, tak to platí dvojnásob. Není totiž v lidských silách spolehlivě odhadnout budoucí vývoj na světových burzách.



Do cen na mezinárodním trhu se promítají kartelové dohody producentů, změny celní a dotační politiky velkých států, živelní katastrofy nebo neúroda. Přitom rostoucí ceny ropy a dalších vstupů jsou pro podniky velkým nebezpečím. „Z vlastní zkušenosti víme, že firmy tato rizika často podceňují, a dostávají se tak do zbytečných problémů,“ říká Jan Boháč, který se v ČSOB věnuje obchodování na komoditních trzích.

**Ceny surovin a dalších komodit na světovém trhu kolísají, jak**

## to může podniky ohrozit?

Naše podniky pracují velmi často na základě dlouhodobých kontraktů, kdy mají dodávky výrobků nebo služeb nasmlouvány dopředu. Vstupy ale často nakupují průběžně, a to může podstatným způsobem ovlivnit jejich obchodní výsledek. Pokud ceny na vstupu klesají, firma má dodatečný zisk, pokud ale ceny vzrostou, znamená to náklady navíc, které sníží rentabilitu nebo dokonce dovedou podnik do ztráty. Takové firmy jsou citlivé na nárůst cen komodit. Obráceně jsou zase výrobci komodit citliví na pokles ceny.

## Je možné toto riziko nějak omezit?

Protože jsme otevřená ekonomika, podniky kupují nebo prodávají za ceny, které se určují na mezinárodním trhu, jsou tedy vystaveny riziku kolísání těchto cen. Zde jim jako banka můžeme pomoci. Jsme totiž schopni zajistit pevnou cenu řady komodit na dlouhou dobu dopředu, třeba na rok nebo i déle. Pokud má firma jasno v tom, jaká bude pro ni cena motorové nafty nebo jiných surovin v budoucnu, může naplánovat výrobu a uzavírat kontrakty tak, aby si zajistila potřebnou marži.

## Můžete nějak specifikovat, jaké komodity zajišťujete?

Asi polovinu našich zajišťovacích transakcí tvoří kovy, především barevné kovy pro průmyslové využití, jako jsou měď, hliník, zinek, olovo nebo nikl. Mezi naše klienty patří kabelovny, zinkovny nebo výrobci dílů pro automobilový průmysl, kde se stále více uplatňují součástky z lehkých slitin. Zpravidla to jsou firmy, kde nákup barevných kovů patří mezi důležité nákladové položky jejich výroby, ale případný nárůst ceny nemohou pružně promítnout do prodejní ceny, protože mají dlouhodobé kontrakty.

Pokud ceny na vstupu klesají, firma má dodatečný zisk, pokud ale ceny vzrostou, znamená to náklady navíc, které sníží rentabilitu nebo dokonce dovedou podnik do ztráty.

Většinou jde o podniky, které nakupují kovy jako surovinu pro výrobu, ale jsou i opačné příklady. Třeba firma, která recykluje automobilové akumulátory, si naopak fixuje svou budoucí prodejní cenu olova, které je klíčovým produktem zpracování. Mezi výkupem autobaterie a prodejem produktů recyklace totiž může uběhnout několik týdnů; pokud si výrobce bude jist výnosem z budoucího prodeje získaného kovu, může stanovit správnou výkupní cenu baterií tak, aby zajistil ziskovost své výroby.

Další velký segment jsou ropné deriváty, tedy především pohonné hmoty. Typickým zákazníkem jsou třeba přepravní a dopravní firmy nebo cestovní kanceláře. Právě příklad cestovních kanceláří je zajímavý tím, že je můžeme zajistit proti nárůstu cen paliv, i když ve skutečnosti žádný letecký benzin nekupují. Najímají ale charterové lety, jejichž cena se od ceny leteckého paliva přímo odvíjí. Protože zajištění nesouvisí přímo s fyzickým nákupem komodit, ale jedná se o účetní operaci, můžeme cestovním kancelářím nabídnout zajištění proti nárůstu ceny charterové přepravy stejným způsobem, jako probíhá fixování ceny ropných derivátů.

Nejmenším segmentem jsou zemědělské komodity. Tady zatím většímu využívání brání malá informovanost a zkušenost producentů nebo spoléhání se na státní podporu, ale věřím, že je zde prostor pro větší rozvoj.

**Řekněme, že nějaká firma by si chtěla zajistit budoucí pevnou cenu nějaké komodity. Jak takové zajištění v praxi funguje?**

Klient nám dá konkrétní požadavek, který vychází z jeho provozních plánů – například ví, že by v lednu potřeboval nakoupit cisternu motorové nafty. My obratem zjistíme, jaká je pro požadované období cena, a nabídneme mu odpovídající fixaci. Pokud je pak v lednu aktuální referenční cena vyšší, než je nasmlouvaná cena, rozdíl uhradíme my; pokud by byla aktuální referenční cena nižší, naopak zase klient rozdíl zaplatí nám. Znamená to, že klient je chráněn proti

neočekávanému nárůstu ceny, ale vzdá se případné prémie za pozitivní vývoj na trhu. Z praxe víme, že se na tento tržní vývoj nevyplatí spekulovat. Naopak pro firmy je klíčové, aby mohly počítat s kalkulovanou marží, a nevystavovaly se tak zbytečně tržnímu riziku.

Technicky je možné zajistit jak jednorázový obchod ke konkrétnímu datu, nebo je možné fixovat cenu pro konkrétní přesně definované období, obvykle jeden měsíc. Pak ještě existují komoditní opce, tedy právo nějakou komoditu za určitou cenu zobchodovat, tedy prodat nebo koupit. Opce se ale oproti jiným typům zajištění využívají relativně málo.

### **Myslíte si, že české podniky využívají možnost zajistit si předem ceny dostatečně?**

Z naší zkušenosti víme, že jsou zde velké rezervy, především u menších a středních podniků. Jedním z důvodů je i to, že tyto firmy nemají ve vedení finanční manažery, ale především odborníky z praxe, pro které je orientace na finančních a komoditních trzích obtížná. Přitom i menší firmy mohou být na vývoji cen na komoditních burzách přímo závislé. Ceny na světovém trhu totiž určují, za kolik nakoupí motorovou naftu, barevné kovy nebo i další vstupy, které potřebují pro zajištění své výroby. Pokud cena vstupů skokově stoupne, může to negativně ovlivnit jejich byznys.

Z praxe víme, že se na tento tržní vývoj nevyplatí spekulovat. Naopak pro firmy je klíčové, aby mohly počítat s kalkulovanou marží, a nevystavovaly se tak zbytečně tržnímu riziku.

Podobně mají zase farmáři možnost fixovat si budoucí prodejní cenu potravinářské pšenice, kterou vyrábějí. Pokud nemají nasmlouvány dodávky předem, prodávají svou zemědělskou produkci za tržní ceny, které se utvářejí na mezinárodní komoditní burze. Pokud říkám, že menší a střední firmy často

nemají finanční odborníky a v jejich vedení jsou odborníci z praxe, tak v případě agropodníků je to téměř pravidlem. Přitom jejich ohrožení je značné. Ani si běžně neuvědomujeme, že nečelí jen riziku sucha a neúrody, ale vlastně soutěží na globálním propojeném trhu zemědělských komodit se světovými výrobci. To, jak se urodí pšenice v Americe, Kanadě, Rusku nebo třeba na Ukrajině a v jakém množství ji tito velcí producenti uvolní na mezinárodní trh, určuje i cenu, za jakou svou pšenici prodá i český zemědělec. Také pro něj by proto mohlo být velmi zajímavé mít předem prodejní cenu své produkce zajištěnu.

**Možná se menší podniky domnívají, že jsou příliš malými hráči na to, aby se ucházely o zajištění komoditního rizika..**

Od začátku pracujeme na tom, abychom právě objemovou hranici pro zajištění dostali na dostupnou úroveň. Nyní jsme schopni fixovat cenu třeba pro nákup 25 tun nafty, tedy množství, které pojme jediná cisterna. Podobně jsme schopni zaručit pevnou prodejní cenu zemědělských komodit pro dodávky 50 tun pšenice, řepky nebo kukuřice. Třeba v případě pšenice to představuje běžný výnos z osmi hektarů.

Díky tomu si mohou podniky zajištění vyzkoušet a zajistit si budoucí pevné ceny jen pro menší část svých potřeb nebo své produkce. Pokud se jim taková „sázka na jistotu“ osvědčí, mohou později zajištěný objem navýšit.

**Co byste firmám doporučil?**

Plánujte a mějte kontrolu nad budoucími náklady i výnosy. Zamyslete se nad tím, jaké vstupy potřebujete zajistit a zda vás nemůže ohrozit nárůst jejich ceny. Pokud jste naopak producent, uvažte, zda vás nemůže dostat do problémů budoucí pokles ceny toho, co vyrábíte. Vhodným příkladem za všechny je třeba autodopravce, který má nasmlouvány přepravní výkony a cenu za kilometr na dlouhou dobu dopředu – neočekávaný nárůst cen motorové nafty jej může přivést do ztráty. Pro takový



podnik je vhodné uvažovat o fixaci cen svých vstupů tak, aby se tomuto riziku vyhnul.

Ke kolísání cen komodit se také přidružuje kurzové riziko, protože jejich cena se na mezinárodním trhu obchoduje v dolarech nebo eurech. Ale i toto riziko umíme ošetřit.

**TIP:** Devizové riziko: Návod, jak zkrotit korunu

**Alexander Lichý**

✘ **Jan Boháč**

*manažer pro komoditní zajištění, Finanční trhy ČSOB*

Vystudoval Ekonomickou fakultu Technické univerzity v Liberci. V ČSOB působí od roku 1998. Od počátku je členem týmu Finančních trhů, kde se nejprve věnoval obchodování s cizími měnami. V roce 2007 se jako člen derivátového týmu začal věnovat obchodování s burzovními finančními deriváty. V ČSOB úspěšně řídil implementaci obchodování s OTC komoditními deriváty, díky čemuž banka získala schopnost aktivně nabízet produkty sloužící k zajištění komoditního rizika. Výrazným oceněním těchto aktivit je skutečnost, že se v roce 2008 Finanční trhy ČSOB staly v rámci skupiny KBC Centre of competence právě v oblasti v komoditního zajištění.

---

# Bitcoin: Vzestup a pád

V posledních měsících je slovo bitcoin slyšet ze všech stran. Jedná se o skvělou investiční příležitost, nebo je tolik diskutovaná kryptoměna jen vysoce rizikovou a spekulativní investicí? Jedná se vůbec o investici nebo má sloužit jako transakční prostředek pro firmy i občany? A měly by firmy „moderně“ reagovat a přijímat kryptoměny jako standardní měny obchodních operací? Na to odpovídá Michaela Toperczerová, finanční analytička ČSOB Asset Management.



## Je současná hodnota bitcoinu výrazně nafouknutá?

Ano, současná **bitcoinová horečka vykazuje velký počet znaků spekulativní bubliny** (jak jsme již dříve psali zde) a v některých ohledech se podobá tulipánové mánii:

- **příběh o vzácnosti**, plynoucí z omezeného množství a stále náročnější produkce;
- **zapojení veřejnosti** – o bitcoinu se mluví úplně všude – i lidé, kteří se o investování nikdy předtím nezajímali;
- **předhánění se v predikcích budoucí ceny aktiva**, u něhož nelze stanovit fundamentální hodnotu za pomoci budoucích toků hotovosti, zisků, dividend, úroků atd.;
- **nákupy pouze z důvodu spekulace** na budoucí růst;
- **fenomén „dnes je to přeci jiné“** (argumentace typu: „Bitcoin je digitální revoluce a vy jste nic nepochopili.“).

## Lze v příštích dnech, týdnech, či kvartálech čekat další korekce? Jak až výrazný může případně být pád ceny?

Těžko říct, v jakém časovém horizontu může bublina zcela splasknout, a zda již sestupný trend po pádu ceny z maxim

kolem 20 tisíc USD nezapočal. Trh může zkolabovat za minutu, anebo až za několik let. Cena **může spadnout na zlomek současné hodnoty**. Internet a globalizace umožňují zapojení daleko většího počtu hráčů, tudíž nelze délku cyklů přesně odvodit z historie. Vzhledem k tomu, že poptávku táhne především sentiment investorů, nemusí se ani vyplatit sázky na pokles. Pro ilustraci – tulipánová mánie v pozdní fázi vrcholila 3 roky. Následně se cena cibulek propadla o 99 %.

**Může cena dlouhodobě vystoupat ještě podstatně výše? A pokud ano, co by tomu mohlo napomoci?**

Jak již bylo zmíněno, **trh může zůstat iracionální neuvěřitelně dlouho, nebo také nemusí**. To je právě to „kouzlo“ bublin. K pokračování bitcoinového šílenství může napomoci ekonomická prosperita, nízké úrokové sazby či politika centrálních bank. Jednoduše řečeno, **lidé mají dnes dost peněz i na to s nimi hazardovat a zkoušet netradiční věci**, což je podpořeno tím, že například na depozitech v bankách dnes nikdo nezbohatne. Zároveň rostoucí regulace zvyšuje atraktivitu anonymity a globální převoditelnosti pro řadu ekonomických subjektů.

**Co naopak podle vás bitcoin do budoucna ohrožuje? Kde vidíte rizika pro tuto virtuální měnu?**

Pokud by se něco z výše uvedených předpokladů změnilo, popularita bitcoinu by mohla zásadněji utrpět. Kdyby byl průběh bubliny „přirozený“ jako u tulipánů, splaskla by náhle bez vnější příčiny. Na pomyslných tržních vahách by v určitý okamžik převážila masa těch, kteří chtějí realizovat zisky, nad těmi, kteří jsou ochotni za jednotku dát více ve víře, že cena ještě stoupne. **Důvěru v bitcoin mohou dále podrýt negativní zprávy**, jako nestabilita burzovních platforem, vykrádání virtuálních peněženek a především zásahy regulátorů, které se v řadě států připravují anebo již proběhly. Dalším spouštěčem silných výprodejů by mohlo být **masivní štěpení měny nebo rozšíření alternativ**, což by nabořilo hlavní tezi o **vzácnosti a nezastupitelnosti** bitcoinu. Investice do kryptoměn

také zatím nebyla otestována ekonomickým cyklem. Kupříkladu pokud by ekonomika zamířila do recese, drobní investoři by ve strachu o své zaměstnání a budoucí příjmy začali stahovat peníze ze všech rizikovějších aktiv a realizovat zisky. Rezervy na horší časy by pak raději budovali v osvědčených bezpečných přístavech (švýcarský frank, zlato, depozita a státní dluhopisy vyspělých zemí), kde existují nějaké právně vymahatelné garance a nedochází k tak prudkým výkyvům v cenách.

### **Neukazuje využívání bitcoinu v zemích jako Zimbabwe či Venezuela, že si získal důvěru jako uchovatel hodnot?**

Bitcoin lze v tomto ohledu považovat za **moderní alternativu k tomu, co byly v dobách války například známky**, s nimiž se mnohem snáze manipulovalo v porovnání se zlatými cihlami nebo uměleckými předměty. Zkrátka vzácné aktivum, které má větší důvěru veřejnosti než státní měna a zároveň je celosvětově akceptováno, takže jde poměrně snadno zpeněžit. I různé **historické „pojistné měny pro případ krize“ ale byly náchylné na spekulativní bubliny**. Ty vznikají obvykle tam, kde je sice úžasný příběh, ale racionálně vzato budoucí využití a hodnota aktiva značně diskutabilní.

### **Může mít bitcoin trvalou hodnotu?**

Určitou hodnotu má. Jeho výhodou je, že s ním lze u plateb (zatím) zachovat anonymitu protistran, tudíž ho lze velmi snadno využít i k ilegálním aktivitám. Jeho virtualita se také může v některých nestabilních regionech hodit – **nikdo ho majiteli při osobní prohlídce nesebere**, a pokud se mu pak na bezpečnějším místě podaří připojit k internetu, **může směnit virtuální peníze za reálné statky** nebo oficiální měnu. Na druhou stranu, i když je bitcoin zatím lídrem na trhu kryptoměn, vedoucí pozici rychle ztrácí. Proč by měl být v budoucnu k těmto účelům používán pouze on? Stačí, když se dostatečně rozšíří i jiné alternativy a konkurence je na světě. **Již dnes od využívání bitcoinu v běžném platebním styku**

**upouští řada platforem, které dříve platby s ním umožňovaly. Odkazují na to, že je bitcoin pro mikroplatby nepoužitelný například kvůli extrémní volatilitě ceny, nestabilním a vysokým poplatkům a časové náročnosti ověřování transakcí.**

### **Není v něčem bitcoin přeci jen revoluční?**

Zajímavým objevem je technologie blockchain pro decentralizované ověřování transakcí všeho druhu, na které je fungování kryptoměn postaveno. Ta může být do budoucna využita i v dalších oblastech, kde je zatím zapotřebí centrální autorita. Jejím masivnějšímu rozšíření ale zatím brání značná neefektivnost (časová i energetická) a v podstatě chybějící potřeba kritické masy uživatelů tyto centrální autority, s nimiž většina systémů v současnosti funguje efektivně a v něž mají účastníci důvěru, nahrazovat.

### **A co firmám, vyplatí se „přejít na bitcoin“?**

Drtivé většině zatím nikoli. Kryptoměny vykazují v současné době tolik „dětských“ nemocí, že namísto lepších tržeb spíše způsobí finanční ztráty. Problémem je jak technická náročnost transakcí, tak nestabilita měn, která může ze ziskové zakázky učinit ztrátovou. Navíc dochází stále častěji ke krádežím, což je spojeno s tím, že hodnota kryptoměn raketově vzrostla, a tím pádem dává hackerům dostatečnou odměnu za vynaložené úsilí.

### **Graf 1: Porovnání „bublin“**



## **Michaela Toperczerová**

Finanční analytička ČSOB Asset Management

---

Autorka v současné době působí jako finanční analytik v týmu strategické a analytické podpory pro fondy KBC a ČSOB. Na starosti má především komunikaci investiční strategie, ekonomické komentáře a analytickou podporu produktů. V minulosti působila ve finanční skupině České spořitelny v oblasti investičního zpravodajství. Je absolventem Vysoké školy ekonomické v Praze (obory Mezinárodní obchod a Peněžní ekonomie a bankovníctví).