



Příprava na zkoušky odborné způsobilosti na finančních trzích

Finanční analýza podniku



Základní účetní výkazy – rozvaha

- zachycuje souhrn veškerého majetku účetního subjektu (rozvahová aktiva) a zdroje jeho financování (rozvahová pasiva) k určitému okamžiku
- aktiva a pasiva – stavové veličiny
- Σ aktiv = Σ pasiv (bilanční rovnice)
- **Aktiva:**
 - *stálá (fixní) aktiva*
 - majetek dlouhodobé povahy
 - *oběžná (krátkodobá) aktiva*
 - majetek krátkodobé povahy
- **Pasiva:**
 - *vlastní kapitál*
 - *cizí zdroje*

ROZVAHA

AKTIVA	PASIVA
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál	A. Vlastní kapitál
B. Stálá aktiva	A.I. Základní kapitál
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	A.II. Kapitálové fondy
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	- emisní ážio
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	- ostatní kapitálové fondy
C. Oběžná aktiva	- oceňovací rozdíly z přecenění majetku
C.I. Zásoby	- oceňovací rozdíly při přeměnách
- materiál	A.III. Fondy ze zisku
- nedokončená výroba a polotovary	- zákonný rezervní fond
- výrobky	- nedělitelný fond
- zvířata	- statutární a ostatní fondy
- zboží	A.IV. Výsledek hospodaření minulých let
- poskytnuté zálohy na zásoby	A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období
C.II. Dlouhodobé pohledávky	B. Cizí zdroje
C.III. Krátkodobé pohledávky	B.I. Rezervy
C.IV. Finanční majetek	B.II. Dlouhodobé závazky
- peníze	B.III. Krátkodobé závazky
- účty v bankách	B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci
- krátkodobý finanční majetek	C. Časové rozlišení pasiv
- nedokončený krátkodobý finanční majetek	
D. Časové rozlišení aktiv	



Základní účetní výkazy – výsledovka

- informace o tvorbě hospodářského výsledku (zisku/ztráty)
- vztahuje se k určitému časovému intervalu (obsahuje tokové veličiny)
- výsledek hospodaření běžného účetního období je součástí pasiv subjektu (viz rozvaha)

* Výnosy X příjmy

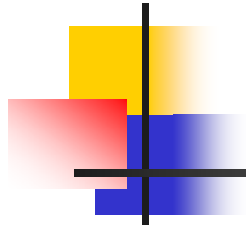
Náklady X výdaje

Náklady explicitní X Náklady implicitní

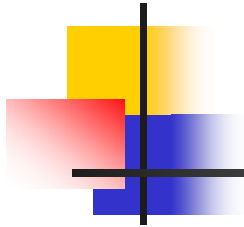
Náklady příležitosti (oportunitní náklady)

Ekonomický zisk X zisk zjištěný z účetnictví

VÝSLEDOVKA	
I.	Tržby z prodeje zboží
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží
+	Obchodní marže
II.	Výkony
B.	Výkonová spotřeba
+	Přidaná hodnota
C.	Osobní náklady
D.	Daně a poplatky
E.	Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku
III. – VII.	Jiné provozní výnosy
F. – J.	Jiné provozní náklady
*	Provozní výsledek hospodaření (EBIT)
VIII. – XVI.	Finanční výnosy
K. – R.	Finanční náklady
*	Finanční výsledek hospodaření
S.	Daň z příjmů za běžnou činnost
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost
XVII.	Mimořádné výnosy
T.	Mimořádné náklady
U.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti
*	Mimořádný výsledek hospodaření
W.	Převod podílu na hospodářském výsledku společníkům
***	Výsledek hospodaření za účetní období



- EBITDA – zisk před úroky, odpisy a zdaněním
- EBIT – zisk před úroky a daněmi
- EBT – zisk před zdaněním
- EAT – zisk po zdanění
- NOPAT – provozní zisk po zdanění



- Odpisy (progresivní/degresivní, zrychlené/zpomalené, rovnoměrné, lineární, podle výkonu)
- Finanční analýza: fundamentální X technická



Analýza účetních dat

- **Analýza absolutních ukazatelů**
- **Analýza rozdílových ukazatelů**
- **Analýza poměrových ukazatelů**
- **Analýza soustav ukazatelů** (pyramidové rozklady a predikční modely)



Analýza absolutních ukazatelů

- Využívá ke sledování a hodnocení finanční situace podniku přímo údaje obsažené v účetních výkazech
- **Analýza trendů (horizontální analýza)**
porovnává změny ukazatelů v časové řadě s retrospektivou 5 až 10 let; změny absolutních hodnot i procentní změny jednotlivých položek výkazů, po řádcích, horizontálně
- **Procentní analýza komponent (vertikální analýza)**
posuzuje se struktura aktiv a pasiv, výhodou je, že nezávisí na meziroční inflaci a umožňuje srovnatelnost výsledků analýzy v různých letech, i různých firem



Analýza rozdílových ukazatelů

- K analýze a řízení likvidity – fondy finančních prostředků (finanční fondy)
- **Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital)**
- **Čisté pohotové prostředky (Peněžní finanční fond)**
- **Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond**

Čistý pracovní kapitál (NWC)

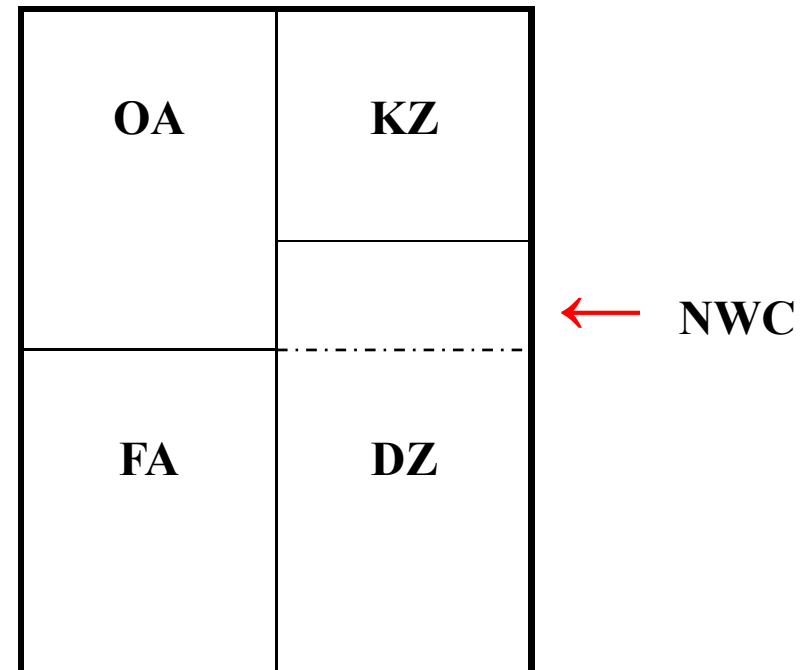
- $NWC = OA - KZ = DZ - FA$

OAoběžná aktiva

KZkrátkodobé zdroje

DZdlouhodobé zdroje

FAfixní aktiva





NWC a strategie financování

- **Konzervativní strategie** X **Agresivní strategie**
 - $NWC > 0$ - $NWC < 0$
 - bezpečné, ale drahé - levné, ale riskantní

OA	KZ
FA	DZ

OA	KZ
FA	DZ

* Neutrální strategie $NWC = 0$



Čisté pohotové prostředky

- Rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky
(nejvyšší stupeň likvidity – fond – pohotové peněžní prostředky – pouze hotovost a peníze na běžných účtech)

* oběžná aktiva mohou obsahovat i položky málo likvidní nebo dokonce dlouhodobě nelikvidní



Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond

- z OA se vylučují zásoby, nelikvidní pohledávky
- Od nich se odečítají krátkodobé závazky



Analýza poměrových ukazatelů

- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele zadluženosti
- Ukazatele likvidity
- Ukazatele tržní hodnoty
- Provozní (výrobní) ukazatele
- Ukazatele na bázi finančních fondů a cash flow



Ukazatele rentability (I)

- ROI (rentabilita vloženého kapitálu)
= $(\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}) / \text{celkový kapitál}$
- ROA (rentabilita celkových vložených aktiv)
= $\text{EBIT} / \text{aktiva}$
- ROE (rentabilita vlastního kapitálu)
= $\text{čistý zisk} / \text{vlastní kapitál}$



Ukazatele rentability (II)

- ROCE (rentabilita dlouhodobých zdrojů)
= $(\text{čistý zisk} + \text{úroky}) / (\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál})$
- ROS (rentabilita tržeb)
= $\text{EBIT} / \text{tržby}$
* $1 - \text{ROS}$ ukazatel nákladovosti tržeb
- PMOS (zisková marže)
= $\text{čistý zisk} / \text{tržby}$



Ukazatele aktivity (I)

- Vázanost celkových aktiv
= aktiva / roční tržby
- Relativní vázanost stálých aktiv
= stálá aktiva / roční tržby
- Obrat celkových aktiv
= roční tržby / aktiva



Ukazatele aktivity (II)

- Obrat stálých aktiv
= roční tržby / stálá aktiva
- Obrat zásob
= roční tržby / zásoby
- Doba obratu zásob
= průměrná zásoba / denní spotřeba



Ukazatele aktivity (III)

- Doba obratu pohledávek
= obchodní pohledávky / denní tržby na fakturu



Ukazatele zadluženosti (I)

- Celková zadluženost
= cizí kapitál / celková aktiva
- Kvóta vlastního kapitálu
= vlastní kapitál / celková aktiva
- Koeficient zadluženosti
= cizí kapitál / vlastní kapitál



Ukazatele zadluženosti (II)

- Úrokové krytí
= $\text{EBIT} / \text{úroky}$
- Dlouhodobá zadluženost
= $\text{dlouhodobý cizí kapitál} / \text{celková aktiva}$
- Běžná zadluženost
= $\text{krátkodobý cizí kapitál} / \text{celková aktiva}$



Ukazatele likvidity (I)

- Běžná likvidita (current ratio)
= oběžná aktiva / krátkodobé závazky
- Pohotová likvidita (quick (asset) ratio, acid test)
= (oběžná aktiva – zásoby) / krátkodobé závazky
- Okamžitá likvidita (cash ratio)
= (peněžní prostředky + ekvivalenty) / okamžitě splatné závazky

* Likvidita X likvidnost X solventnost

- likvidita – momentální schopnost uhradit splatné závazky
- likvidnost – charakteristika majetku, která vyjadřuje míru obtížnosti transformovat daný majetek do hotovostní formy
- solventnost – obecná schopnost podniku získat prostředky na úhradu svých závazků, relativní přebytek hodnoty aktiv nad hodnotou závazků



Ukazatele tržní hodnoty (I)

- Účetní hodnota akcie (Book value)
= vlastní kapitál / počet kmenových akcií
- Čistý zisk na akcii (Earning Per Share, EPS)
= čistý zisk / počet kmenových akcií
- Dividenda na akcii
= dividendy za rok / počet kmenových akcií



Ukazatele tržní hodnoty (II)

- Výplatní poměr (payout ratio)
= dividendy na akcii / zisk na akcii
- Aktivační poměr
= $1 - \text{výplatní poměr}$
- Dividendový výnos, dividendová výnosnost akcie (dividend yield)
= dividendy na akcii / tržní cena akcie



Ukazatele tržní hodnoty (III)

- P/E
= tržní cena akcie / čistý zisk na akcii
- Poměr tržní ceny akcie k její účetní hodnotě (price / book value)
= tržní cena akcie / účetní hodnota akcie
- Dividendové krytí (dividend cover)
= čistý zisk na akcii / dividendy na akcii
= čistý zisk / úhrn ročních dividend



* Finanční páka a provozní páka

- **Finanční páka**

$$\text{finanční páka} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní zdroje}}$$

- odráží využití cizího kapitálu ve firmě

- **Provozní páka**

$$\text{provozní páka} = \frac{\text{fixní aktiva}}{\text{oběžná aktiva}}$$

- odráží, do jaké míry jsou fixní aktiva a s nimi spojené fixní náklady ve firmě využity



Stupeň provozní páky

- měří relativní variabilitu provozního zisku v závislosti na objemu produkce
- procentní změna provozního výsledku hospodaření generovaná procentní změnou objemu produkce

- stupeň provozní páky $= \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Q} \left(\frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}{\frac{\Delta Q}{Q}} \right)$



Stupeň finanční páky a stupeň kombinované páky

- stupeň finanční páky $= \frac{\% \Delta ROE}{\% \Delta EBIT}$

- procentní změna rentability vlastního kapitálu generovaná procentní změnou provozního výsledku hospodaření

- stupeň kombinované páky $= \frac{\% \Delta ROE}{\% \Delta Q}$

- procentní změna rentability vlastního kapitálu generovaná procentní změnou objemu produkce

- EBIT.....provozní výsledek hospodaření (earnings before interest and taxes)
- ROE..... rentabilita vlastního kapitálu
- Q.....objem produkce



Souvislosti majetkové a finanční struktury

- **„zlaté bilanční pravidlo“**
 - krátkodobé zdroje by měly být použity na financování krátkodobých potřeb (oběžná aktiva)
 - dlouhodobé zdroje by měly být použity na financování dlouhodobých potřeb (fixní aktiva – investice)
 - **čistý pracovní kapitál (Net Working Capital, NWC)**
 - rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů
 - velikost krátkodobého kapitálu (kapitálu v ekonomickém smyslu, chápaném jako kapitálová aktiva, statky používané ve výrobě) krytého jinými než krátkodobými zdroji
- * hrubý pracovní kapitál – oběžný majetek podniku



Náklady firmy

- **$TC = FC + VC$**

TCcelkové náklady

FCfixní náklady

VCvariabilní náklady

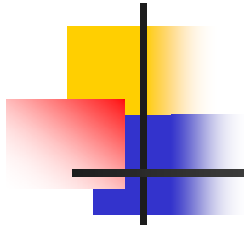
- **$AC = TC/Q$**

ACprůměrné náklady

Q.....objem produkce

- **$MC = \frac{\Delta TC}{\Delta Q}$**

MCmezní náklady



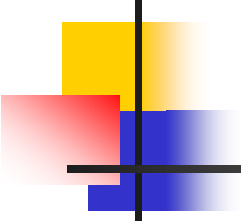
- **$AVC = VC/Q$**

AVCprůměrné variabilní náklady

- **$AFC = FC/Q$**

AFCprůměrné fixní náklady

- **$AC = TC/Q = (FC + VC)/Q = FC/Q + VC/Q = AFC + AVC$**



- $MVC = \frac{\Delta VC}{\Delta Q}$

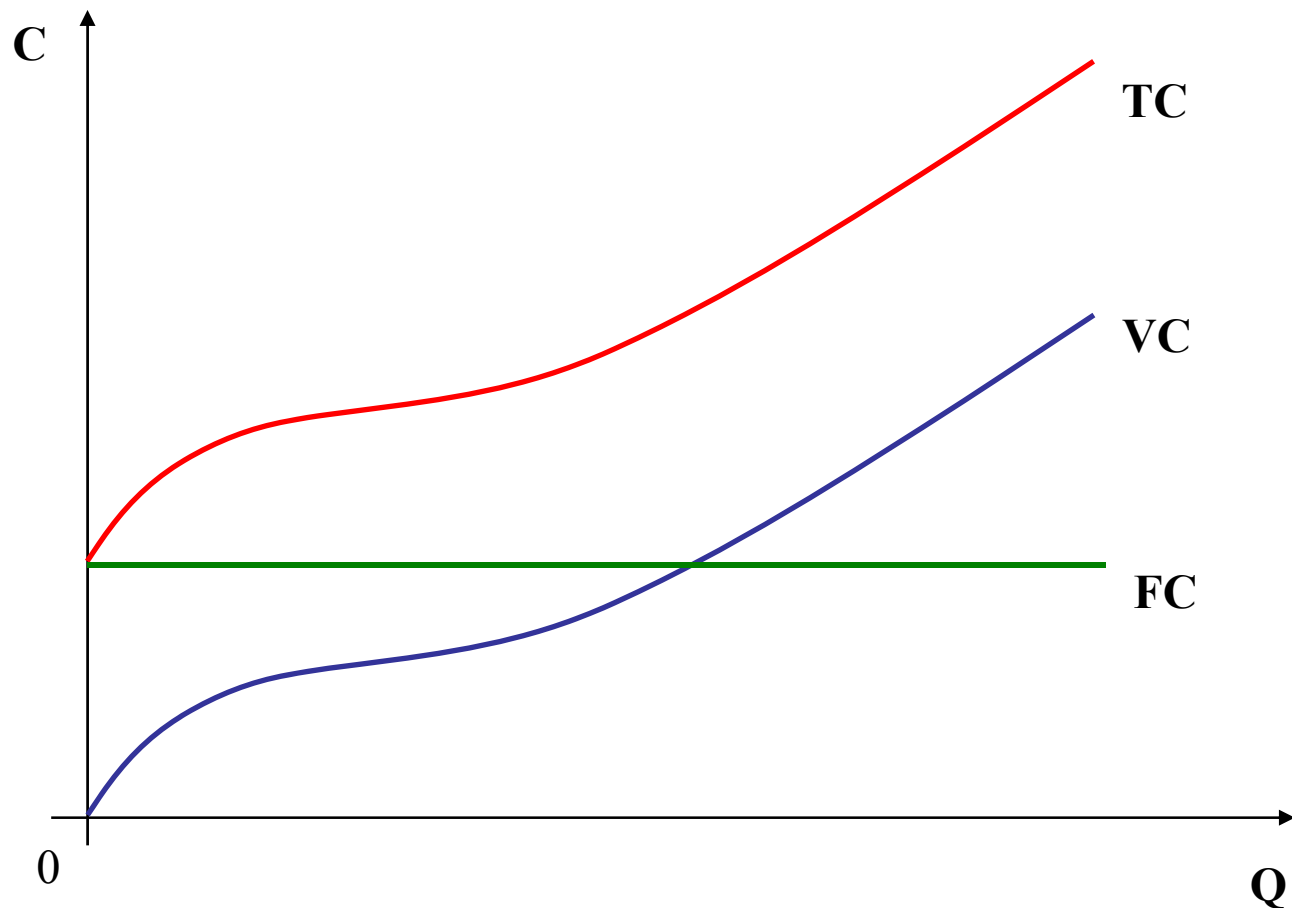
MVCmezní variabilní náklady

- $MFC = \frac{\Delta FC}{\Delta Q} = 0$

MFCmezní fixní náklady

- $TC' = FC' + VC' = 0 + VC'(Q) = VC'(Q)$
 $MC = MVC$

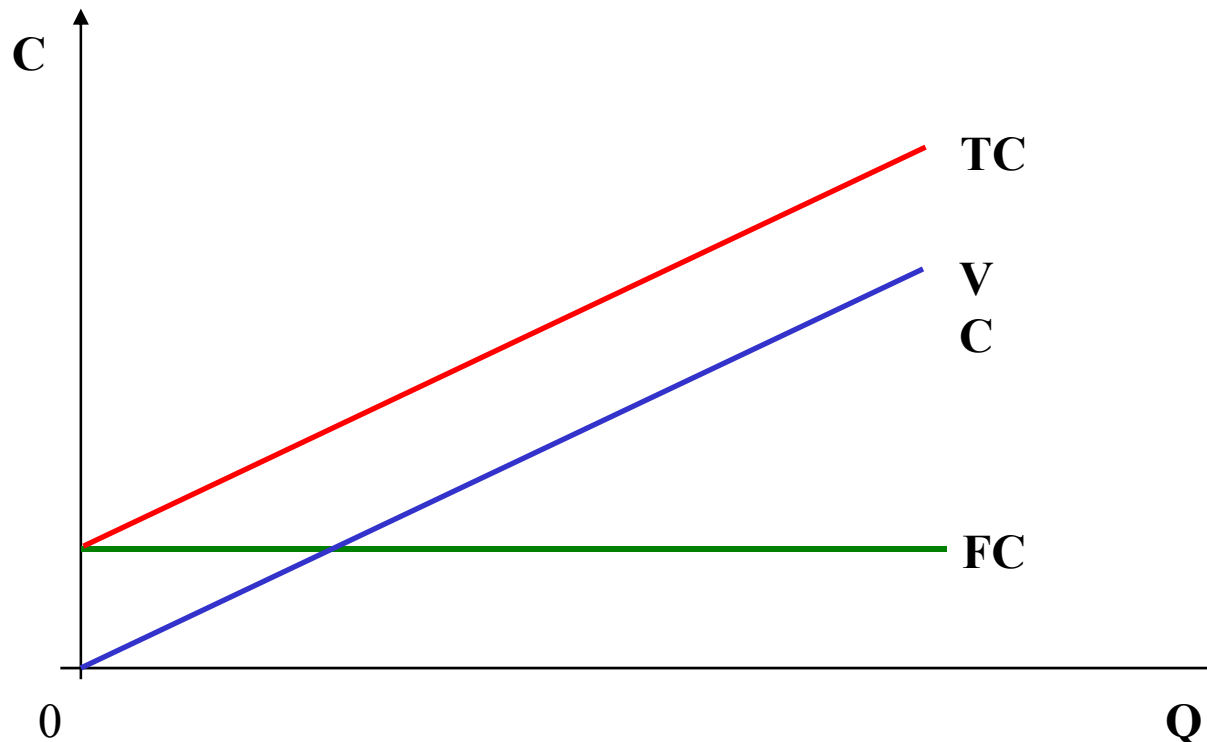
Nákladová funkce



Lineární nákladová funkce

- $TC = FC + VC = FC + AVC \cdot Q = FC + k \cdot Q$

$AVC = k = MVC$ kde k je konstanta





Příjmy firmy (dokonalá konkurence)

- Firma na dokonalě konkurenčním trhu vyrábí výrobek, k němuž existuje mnoho (dokonalých) substitutů v podobě produktů jejích konkurentů na trhu. Poptávka po produkci dané firmy je tak (dokonale) elastická, firma je cenovým příjemcem. Firma produkuje pouze malou část tržního množství statku, což jí umožňuje prodat veškerou produkci za neměnnou cenu P.

$$TR = P \cdot Q$$

TR.....celkové příjmy

P.....cena

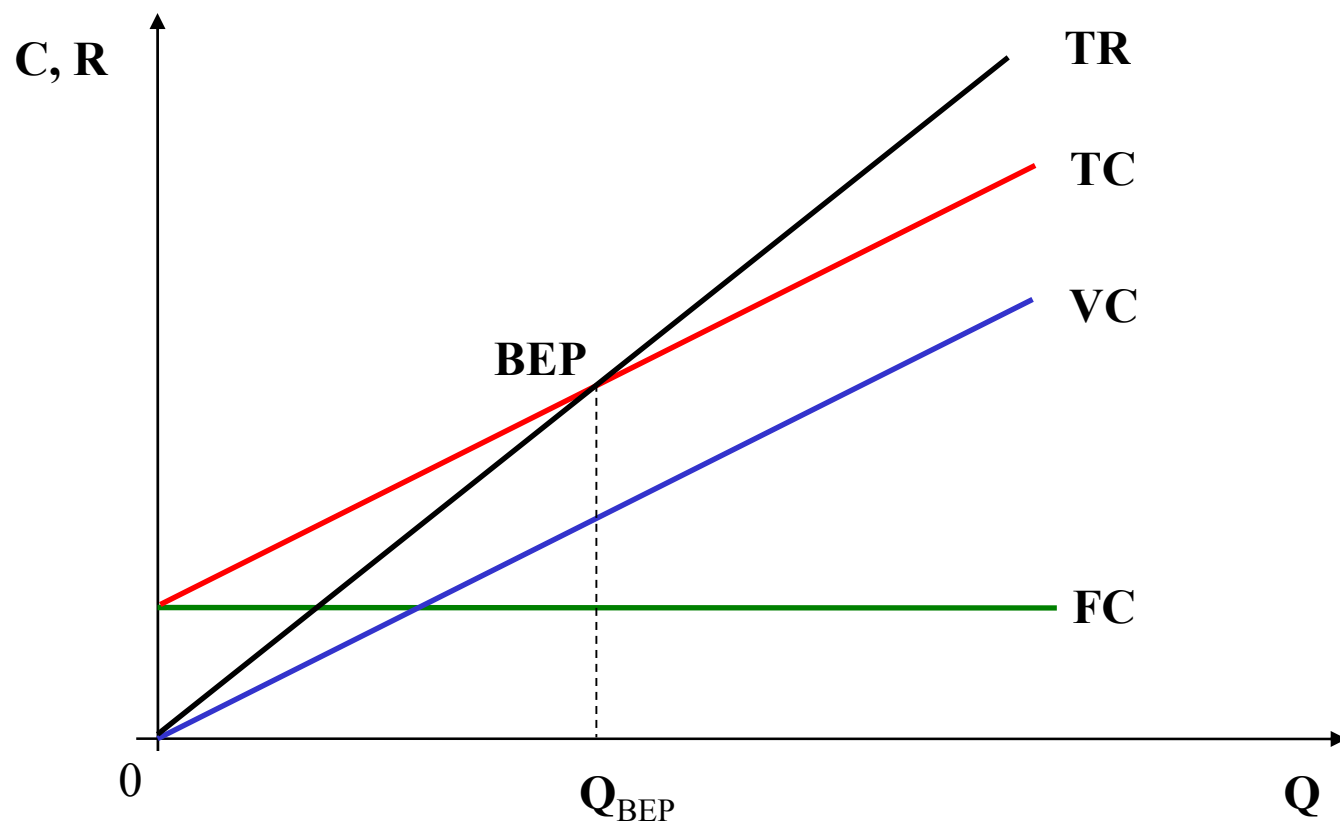
Qobjem produkce



Kritické množství – bod zvratu – BEP

- BEP – break even point – bod zvratu
- Jako bod zvratu se označuje takový objem produkce, u kterého dochází ke změně znaménka provozního zisku (EBITu).
- Slouží k analýze vývoje zisku firmy.

Obrázek - BEP





Krycí příspěvek a BEP

- $P - AVC$ se nazývá příspěvek na krytí fixních nákladů a zisku (zkráceně krycí příspěvek).
- Je to v podstatě mezní zisk z jednotkového dodatečného množství produkce, který je potřeba akumulovat alespoň do výše FC, aby se firma dostala do zisku.

- $$Q_{\text{BEP}} = \frac{FC}{P - AVC}$$



Kapitálově těžká firma

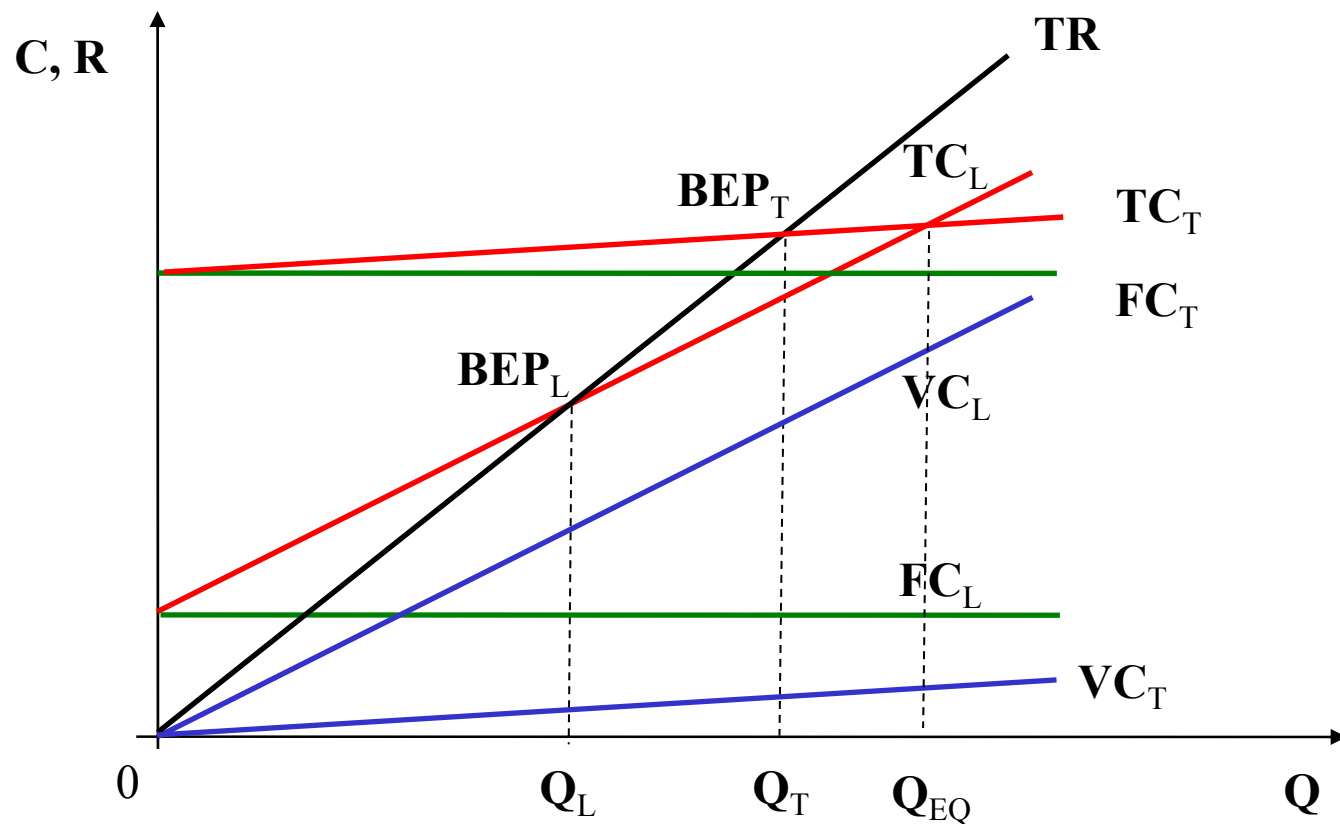
- relativně vysoké fixní náklady a poměrně nízké náklady na jednotku vyrobeného a prodaného produktu
- výroba v náročných výrobních procesech (např. vysoce automatizované nebo robotizované výroby)
- relativně větší kapitálová vybavenost, větší objem fixních aktiv
- vysoká provozní páka
- ve standardní situaci dosahuje zisku později než kapitálově lehká firma, díky větší rychlosti cesty k zisku je ale od jistého bodu rentabilnější než kapitálově lehká firma



Kapitálově lehká firma

- velmi nízké fixní náklady a vysoké variabilní náklady
- výroba, která používá velké množství relativně málo kvalifikované práce a málo moderních technologií
- relativně menší kapitálová vybavenost, menší objem fixních aktiv
- nízká provozní páka
- ve standardní situaci dosahuje zisku dříve než kapitálově těžká firma, díky menší rychlosti cesty k zisku je ale od jistého bodu méně rentabilní než kapitálově těžká firma

Obrázek – srovnání kapitálově těžké a lehké firmy





Bonitní a bankrotní modely

- Rychlý test
- Tamariho model
- Index bonity
- Altmanova formule bankrotu (Z-skóre)
- Index IN95
- Beermanova diskriminační funkce
- Taflerův bankrotní model
- Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added – EVA)
- Index celkové výkonnosti firmy



Rychlý test (Quick test) I

- 1990 P.Kralicek
- Původně pro bankovní
- Rychlý, velmi dobrá vypovídací schopnost
- 4 ukazatele:
 - kvóta vlastního kapitálu (koeficient samofinancování)
= vlastní kapitál / celková aktiva
 - doba splácení dluhu z CF = (krátkodobé + dlouhodobé závazky - fin. majetek) / bilanční cash flow
 - cash flow v % tržeb = cash flow / tržby
 - ROA = (HV po zdanění + úroky (1 – daňová sazba))/ celková aktiva



Rychlý test (Quick test) II

ukazatel	Výborný (1)	Velmi dobrý (2)	Dobrý (3)	Špatný (4)	Ohrožen insolvenčí (5)
Kvóta VK	Větší než 30 %	Větší než 20 %	Větší než 10 %	Větší než 0 %	negativní
Doba splácení dluhu	Menší než 3 roky	Menší než 5 let	Menší než 12 let	Větší než 12 let	Větší než 30 let
CF v % tržeb	Větší než 10 %	Větší než 8 %	Větší než 5 %	Větší než 0 %	negativní
ROA	Větší než 15 %	Větší než 12 %	Větší než 8 %	Větší než 0 %	negativní



Tamariho model I

- M. Tamari – bankovní úředník
 - 6 ukazatelů k předvídání finanční situace:
 - vlastní kapitál / cizí zdroje
 - vývoj zisku (absolutní vyjádření nebo ROA)
 - current ratio (běžná likvidita)
 - výrobní spotřeba / průměrný stav nedokončené výroby
 - tržby / průměrný stav pohledávek
 - výrobní spotřeba / pracovní kapitál
- * Rozhodující ukazatele: vlastní kapitál / cizí zdroje, vývoj zisku.



Tamariho model II

- Výsledkem Tamariho rizikový index – max. 100 bodů (pozitivní)



Index bonity I

- Hlavně německy mluvící země
- 6 ukazatelů:
 - x1 = cash flow / cizí zdroje
 - x2 = celková aktiva / cizí zdroje
 - x3 = zisk před zdaněním / celková aktiva
 - x4 = zisk před zdaněním / celkové výkony
 - x5 = zásoby / celkové výkony
 - x6 = celkové výkony / celková aktiva

$$B = 1,5 \cdot x1 + 0,08 \cdot x2 + 10 \cdot x3 + 5 \cdot x4 + 0,3 \cdot X5 + 0,1 \cdot x6$$



Index bonity II

- Čím vyšší hodnotu index má, tím je finančně-ekonomická situace hodnocené firmy lepší.



Altmanův model (Z – skóre) I

- Firmy s veřejně obchodovatelnými akciemi

$$Z = 1,2 \cdot A + 1,4 \cdot B + 3,3 \cdot C + 0,6 \cdot D + 1,0 \cdot E$$

A = pracovní kapitál / celková aktiva

B = zisk po zdanění / celková aktiva

C = zisk před zdaněním a úroky / celková aktiva

D = tržní hodnota vlastního kapitálu / celkové dluhy

E = celkové tržby / celková aktiva

- uspokojivá finanční situace – hodnota ukazatele větší než 2,99

šedá zóna 1,81 až 2,99

velmi silné finanční problémy – hodnota ukazatele menší než 1,81



Altmanův model (Z – skóre) II

- Ostatní podniky

$$Z = 0,717 \cdot A + 0,847 \cdot B + 3,107 \cdot C + 0,420 \cdot D + 0,998 \cdot E$$

A = pracovní kapitál / celková aktiva

B = zisk po zdanění / celková aktiva

C = zisk před zdaněním a úroky / celková aktiva

D = základní kapitál / celkové dluhy

E = celkové tržby / celková aktiva

- uspokojivá finanční situace – hodnota ukazatele větší než 2,9

šedá zóna 1,2 až 2,9

velmi silné finanční problémy – hodnota ukazatele menší nebo rovna 1,2



Index IN95

- $IN95 = V1 \cdot A + V2 \cdot B + V3 \cdot C + V4 \cdot D + V5 \cdot E - V6 \cdot F$

A = aktiva / cizí kapitál

B = EBIT / nákladové úroky

C = EBIT / celková aktiva

D = tržby / celková aktiva

E = oběžná aktiva / krátkodobé závazky

F = závazky po lhůtě splatnosti / tržby

- uspokojivá finanční situace – hodnota ukazatele větší než 2
šedá zóna 1 až 2 (vč.)
velmi silné finanční problémy – hodnota ukazatele menší než 1(vč.)



Beermanova diskriminační funkce

- Pro řemeslné a výrobní firmy
- 10 poměrových ukazatelů
- Dělicí hodnota 0,3 – čím je nižší hodnota oproti 0,3, tím lepší finanční vývoj lze pro danou firmu predikovat



Taflerův bankrotní model

- 4 poměrové ukazatele
- Dělicí hodnota 0,3 – pokud vyšší než 0,3, malá pravděpodobnost bankrotu, pod 0,2 lze očekávat bankrot s vyšší pravděpodobností



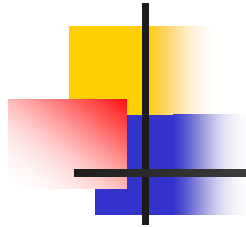
EVA

- $EVA = NOPAT - WACC \cdot C$
nebo $EVA = (ROIC - WACC) \cdot C$
- Založeno na ekonomickém zisku
- EVA větší než nula – firma vytváří hodnotu pro vlastníky



Hodnota firmy (oceňování podniku)

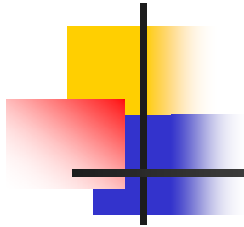
- Žádná objektivní hodnota firmy neexistuje
- Neexistuje ani žádné jediné správné ocenění podniku jako celku
- Neexistuje ani žádná jediná správná metoda ocenění hodnoty podniku



- **Typy ocenění:**

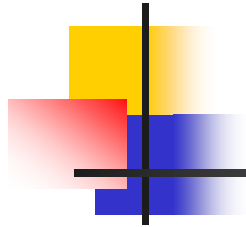
- *ocenění nezávislé na vůli vlastníků* – ocenění pro potřeby státní správy – daňové účely, dědické spory, spory vlastníků (určování majetkových účastí), poskytování úvěrů apod.

nutná jednoznačnost výsledků a to i při opakování procesu ocenění (příp. i při hodnocení jiným subjektem) – potřeba standardizovat a zjednodušit proces ohodnocení



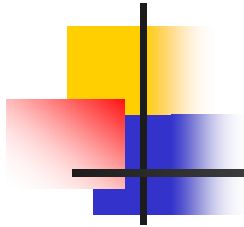
- *ocenění z vůle vlastníků* – vhodné pro podnikatelské účely, snaha vyjádřit podnikatelské šance a rizika, která jsou s oceňovaným podnikem spojena, určeno např. pro účely koupě a prodeje podniku, akvizice, sanace podniku, konkurzu, uvedení na burzu, získání dalšího vlastního/cizího kapitálu

základním smyslem je odhadnout tržní hodnotu podniku, tj. peněžní částku, za kterou lze daný podnik koupit či prodat

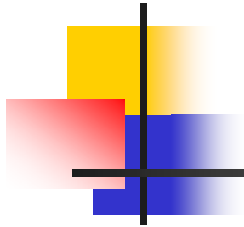


- **Stupně podnikatelského ocenění:**

- *podnik „sám o sobě“ (stand – alone basis, going concern)* – ocenění podniku tak, jak v daný okamžik „stojí a leží“, v podstatě bez jakýchkoliv synergických efektů, včetně těch, které jsou spojeny s budoucími očekáváními, přípustné jsou pouze ty efekty z budoucího vývoje, které se zcela prokazatelně a nepochybně odvíjí od současného stavu (např. smlouvy se státem o budoucích dodávkách)

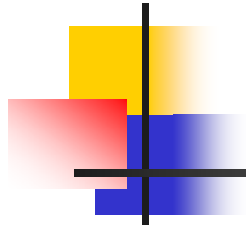


- z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnu – do ocenění hodnoty podniku se programově zahrnují synergie vyplývající z pohybu po časové ose, principiálně přípustné z pohledu nového majitele (po uskutečněné transakci – spojení firem), původní vlastník mohl tyto možnosti využít v minulosti



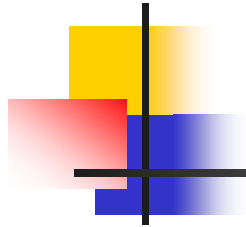
- **Metody oceňování:**

- *založené na dosud vynaložených nákladech (substanční hodnota)*
- *založené na oceňování výnosu firmy (metoda diskontovaného CF, metoda kapitalizovaných zisků, korigované výnosové metody)*
- *založené na srovnání (na bázi srovnatelných podniků, na bázi srovnatelných transakcí, na bázi pay off profilů)*



- **Likvidační hodnota**

- absence předpokladu trvání podniku (podnikatelských aktivit) v rozumném časovém horizontu
- dosažená cena může být v zásadě jakkoliv nízká (východisko – hodnota „cena šrotu“, horní hranice – 20 % poslední auditované účetní hodnoty podniku)



- **Hodnota vlastního kapitálu**

- metoda závislá na ocenění podnikových aktiv a závazků podle účetnictví
- hodnota vlastního kapitálu = aktiva - závazky



Substanční metoda

- ocenění majetku i závazků nevychází z účetních podkladů, ale je reálné, tj. odpovídá aktuálním cenám, za které by bylo možné daný majetek v daném okamžiku pořídit
- aktuální otázka, zda má smysl koupit stávající podnik nebo bude lépe vybudovat nový, nehmotná aktiva – goodwill
- substanční hodnota tvoří horní cenovou hranici (ze všech metod nejvhodnější pro prodávajícího), plní pomocnou funkci
- v oceňování dochází ke zvyšování vykazované hodnoty aktiv o tiché rezervy vyplývající z inflace (odtud plyne růst nákladů na znovupořízení) a odpisů (pokud by byly vyšší, než by odpovídalo skutečné ztrátě hodnoty)
- klíčový význam mají zásady oceňování majetkové podstaty podniku, zejména pak hodnoty nemateriálních statků



- tiché rezervy = náklady znovupořizení – odpisy – účetní hodnota

- substanční hodnota brutto = souhrn majetkových hodnot potřebných k dalšímu podnikání v aktuálních cenách + výnos z prodeje majetku přebytečného a vedlejšího (rekreační středisko) – hodnota všech závazků a dluhů = substanční hodnota netto

- substanční hodnota netto ukazuje pouze, kolik kapitálu je v podniku investováno, tj. neuvažuje se návratnost



Diskontované CF (výnosová metoda)

- hodnota (jako současná hodnota budoucích výnosů) je dána kapitalizovanou hodnotou, v daném případě CF (NPV)
- problémy – co jsou to výnosy a jak je určíme, jak určíme hodnotu budoucích výnosů, jak stanovit diskontní sazbu, jak v ocenění zvážit riziko-
- výchozí CF = zisk před úroky a daněmi – daně + odpisy – výdaje na pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku – zvýšení pracovního kapitálu (+ snížení)



Hodnota určená srovnáním

- pro srovnání na bázi srovnatelných podniků i srovnatelných transakcí je východiskem tržní kapitalizace
- hodnota ocenění je dána tržní kapitalizací zvýšenou o prémii

- resp. určení hodnoty pomocí multiplikátorů různého druhu, které jsou pro srovnatelné podniky stejné



Hodnota určená srovnáním pay off profilů

- ideovým základem Black-Scholesův model, aplikace opční metodologie
- jsou hledány analogie mezi podnikem financovaným dluhem a akciovým kapitálem při uvažování call opce (evropské) vystavené na podkladové aktivum (akcii)



Goodwill

- souhrnné ocenění hodnoty všech nehmotných aktiv, které zvyšuje dosaženou kupní cenu podniku nad ocenění substanční hodnotou netto (goodwill = kupní cena – substanční hodnota netto)
- faktory goodwillu – management a personál (kvalifikace), obchodní spojení, odbytové kanály, příhodné umístění, příznivá výrobní prognóza apod.



* Ostatní

- **FCFE** – Free Cash Flow To Equity - volný peněžní tok pro vlastníky

$$\text{FCFE} = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \text{investice} - \text{změna pracovního kapitálu} - \text{splátka jistiny} - \text{výplata prioritních dividend}$$

- **FCFF** – Free Cash Flow For The Firm - volný peněžní tok pro akcionáře a věřitele

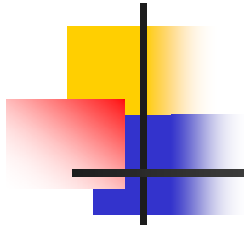
$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1 - t) + \text{odpisy} - \text{investice} - \text{změna pracovního kapitálu}$$

- **Čistá aktiva** = celková aktiva – celkové dluhy (cizí kapitál)



Literatura

- KALOUDA, F.: *Základy firemních financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2004. ISBN 80-210-3584-6.
- SEDLÁČEK, J.: *Účetnictví pro manažery*. Praha : Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-1195-8.
- SEDLÁČEK, J.: *Účetní data v rukou manažera : finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha : Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-562-8.
- ČERNÁ, A. a kol.: *Finanční analýza*. 1. vyd. Praha : Bankovní institut, 1997.
- VALACH, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2006. ISBN 8086929019.
- VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1998. ISBN 8086119211.



- KISLINGEROVÁ, E. a kol.: *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2004. ISBN 8071798029.
- SŮVOVÁ, H. a kol.: *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1. vyd. Praha : Bankovní institut, 1999. ISBN 8072650270.
- KISLINGEROVÁ, E. a kol.: *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. ISBN 8071795291.
- KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J.: *Finanční analýza : krok za krokem*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 2005. ISBN 8071793213.
- Kolektiv autorů: *Zkoušky odborné způsobilosti na kapitálových trzích : 2000 otázek pro makléře, investory a poradce*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2164-1. s. 339 – 387.