



**Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ.1.07/3.2.08/03.0035**

OCEŇOVÁNÍ PODNIKU II





Varianty metody DCF (prohloubení znalostí)



Metoda DCF entity

Výpočet diskontní míry:

- - diskontní míra se stanoví na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)**,
- **výpočet WACC:**
- $$\text{WACC} = n_{\text{CK}} (1-d) * \text{CK}/K + n_{\text{VK(Z)}} * \text{VK}/K$$
- Kde: CK - cizí kapitál – tržní hodnota- pouze úročeného, do CK nezahrnujeme neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že tyto platby jsou zahrnuty v provozních peněžních tocích.
- VK - vlastní kapitál- tržní hodnota
- $K = \text{VK} + \text{CK}$, investovaný provozně nutný kapitál
- n_{CK} - náklady cizího kapitálu
- $n_{\text{VK(Z)}}$ -- náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení
- d - sazba daně z příjmu



Výpočet ocenění:

Hodnota netto $H_n = H_b - CK$ (+ oceněná neprovozní aktiva)

$$\text{Hodnota podniku celkem- brutto - } H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)}$$

$FCFF_t$je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t

npočet období

H_bHodnota podniku brutto

PHPokračující hodnota – 2 varianty výpočtu



Pro výpočet pokračující hodnoty lze použít:

1) Gordonův vzorec

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T je poslední rok 1.fáze

i_k je kalkulovaná diskontní míra

2) Parametrický vzorec

$$PH_T = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - m_I)}{i_k - g}$$

kde: m_I je míra investic

, kdy r_I je předpokládaná rentabilita investic ve 2. Fázi



Metoda DCF equity

- **Výpočet diskontní míry:**

- Diskontní míra je daná **odhadem nákladů na VK** (vlastní kapitál) při konkrétní úrovni zadlužení , **jedná se pouze o nároky vlastníků**

- kalkulovaná diskontní míra $i_k = n_{VK(z)}$

- **Výpočet ocenění:**

- Hodnota podniku celkem $H_n =$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t E}{(1 + n_{VK(z)})^t} + \frac{PH}{(1 + n_{VK(z)})^T}$$

- FCFE_t...je volný peněžní tok pro vlastníky v ča
- n.....počet období
- H_n.....hodnota podniku netto
- PH.....pokračující hodnota
- $n_{VK(z)}$ náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i



Kapitálová struktura podniku





Úvod do problému kapitálové struktury při výnosovém ocenění podniku:

- Určení kapitálové struktury je důležité při výpočtu WACC pro **určení vah** jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Vznikají dva problémy:
 - **Kapitálová struktura se** v průběhu dalšího vývoje **bude měnit**.
 - Potřebujeme **kapitálovou strukturu oceňovaného podniku na základě tržních hodnot (nikoliv účetních)**, včetně tržních hodnot vlastního kapitálu, které jsou zároveň cílem hodnocení, čímž se dostáváme do uzavřeného kruhu (poměr vlastního a cizího kapitálu se promítá do vzorce pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu WACC (hodnota brutto i netto se mění v závislosti na použité WACC)).



Tyto problémy lze řešit dvěma základními způsoby:

- **orientačními odhady struktury kapitálu v tržních hodnotách (tzv. cílová struktura kapitálu)**
- **Interační postup**



Metoda EVA a MVA



- **Ekonomická přidaná hodnota (economic value added = EVA)** je v podstatě ukazatel výnosnosti, který překonává nedostatky ostatních ukazatelů výnosnosti, jako jsou především různé ukazatele rentability (ROE, ROA atd.) založené na účetním výsledku hospodaření.
- **Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk.**



Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího).

K propočtu EVA potřebujeme tyto **3 veličiny**:

- hospodářský výsledek z operativních činností (po zdanění)
- tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva (operativní aktiva)
- průměrné vážené náklady kapitálu



Základní výpočet ukazatele EVA

- Konkrétní výpočet EVA za rok t možno provádět 2 způsoby, ale se stejným výsledkem.
- Pomocí **vzorce nákladů na kapitál**:
- Operační ekonomický zisk = Operační zisk – Celkový náklad na kapitál
- $$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC_t$$
- Pomocí **vzorce hodnotového rozpětí**:
- Operační ekonomický zisk = (Operační rentabilita – WACC) x Operační aktiva
- $$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}$$
- NOPAT – zisk z operační činnosti podniku po dani
- NOA – čistá operační aktiva
- WACC – průměrné vážené náklady kapitálu



- Smyslem **MVA** je zjištění, zda vedení společnosti vytvořilo hodnotu pro akcionáře za určité období. V případě, že **MVA** převyšuje hodnotu investovaného kapitálu, tak podnik bohatne a akcionáři s ním. **Tržní přidaná hodnota MVA je současná hodnota všech budoucích EVA** a je dána vztahem:

MVA = tržní hodnota podniku – investovaný kapitál

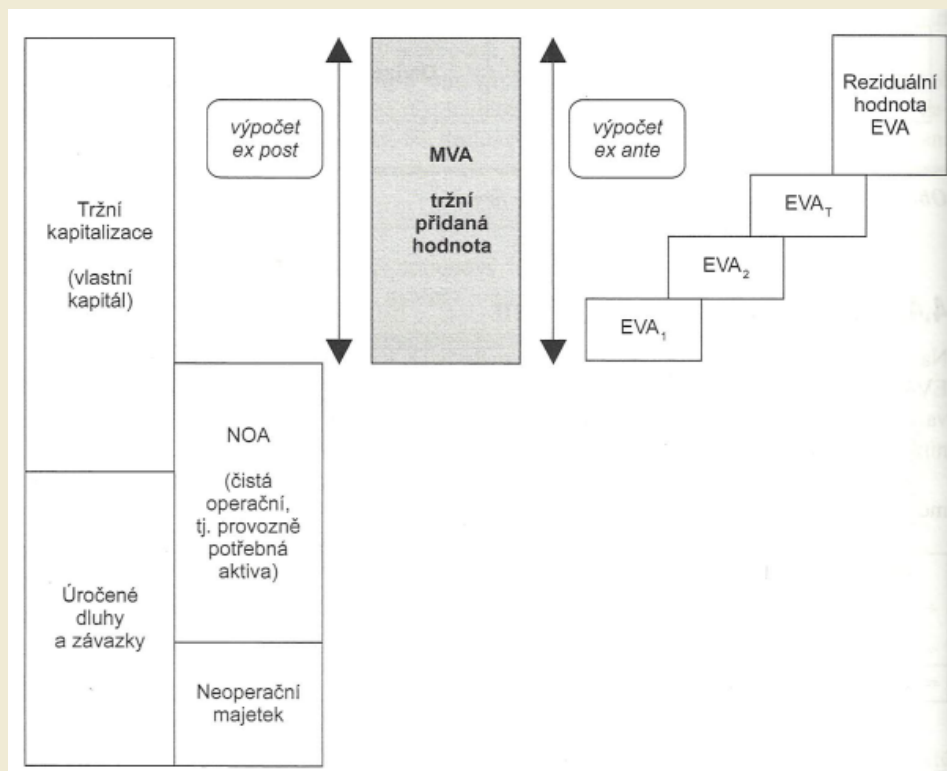
- **MVA** je jakýsi **provozní goodwill** – oceněný trhem.



MVA lze vypočítat 2 způsoby:

- **Ex post – skutečné ocenění na trhu** - jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tržní hodnota je přitom zjišťována jako aktuální cena na trhu. Přístup ex post k výpočtu MVA je možné provádět jen u obchodovaných akciových společností.
- **2) Ex ante** - jako **současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků EVA.**

Vztah mezi NOA, EVA a MVA





Kombinované metody pro oceňování podniku





- Kombinované metody oceňování podniku jsou metody, které kombinují ocenění výnosové a majetkové – někdy se označují jako korigované výnosové metody.
- Jsou to metoda střední hodnoty a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů (KMČV)
- **Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)** - hojně užívaná v praxi. Standardní postup vyžaduje použít jen hodnoty vlastního kapitálu. Tuto metodu jde použít jen v případě, že se výnosová a substanční hodnota od sebe příliš neliší – tj. odchylka činí cca 5-10%.
- **Výnosovou hodnotu V** počítáme pro účely této metody velmi často metodou kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů. **Substanční hodnotu** založenou na reprodukčních cenách označíme **S**. Pak **hodnotu podniku H** vypočteme jako průměr, tj.:

$$H = \frac{V + S}{2}$$



- **Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů** – nepoužívá se v praxi moc často, ale je vhodnější než **metoda střední hodnoty**.
- Celková hodnota podniku se skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“, kde hodnota „firmy“ je rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou.
- Vyjadřuje goodwill (tj. hodnoty jako stálý okruh zákazníků, účinný systém řízení apod).
- Základem je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos = rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu (kalkulovaná úroková míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu).



Majetkové ocenění podniku



- **Majetková podstata podniku** = *substance* = **substanční hodnota** = zastřešující pojem pro všechny varianty majetkového ocenění.
- **Majetková hodnota podniku** = souhrn individuálně oceněných položek majetku (minus individuálně oceněné závazky – viz dále substanční hodnota brutto resp. netto).

Metody majetkového ocenění:

- volba metody závisí na různých faktorech, základním principem je pak kritérium, zda předpokládáme další pokračování podniku (**going concern**).
- Ocenění zpravidla na principu reprodukčních cen (v případě going concern)



Majetkové ocenění podniku

- Pro pochopení věcné podstaty problému metod založených na stavových veličinách, je podstatné se vrátit k vlastním základům podnikání.
- Koncept založení podniku lze na nejobecnější úrovni chápat jako proces přeměny kapitálu a určitého podnikatelského záměru do různých typů aktiv.
- Má-li být podnikání úspěšné, je nutné, aby aktiva, do kterých je kapitál investován, byla časem vyšší než původně investovaný kapitál podnikatelem nebo akcionářem.



- **Metoda účetní hodnoty**

- Ze zákona o účetnictví vyplývá, že každá podnikatelská jednotka, bez ohledu na právní formu podnikání, musí jednou za rok zpracovat účetní závěrku. Účetní evidence nám poskytuje alespoň tyto informace:
 - účetní hodnotu podniku jako celku = aktiva (pasiva);
 - hodnotu základního jmění = počet akcií x nominální hodnota akcie;
 - hodnotu vlastního jmění = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.



Metoda substituční hodnoty

- **Substanční (věcná) hodnota podniku** je základním oceněním založeným na analýze jednotlivých složek majetku a rozumíme jí **souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku.**



Výpočet a použití substanční hodnoty:

Vlastní stanovení substanční hodnoty probíhá podle následujícího schématu:

1. Stálá aktiva
 - a. Pozemky a komunikace
 - b. Budovy a stavby
 - c. Stroje a zařízení
 - d. Finanční investice
 2. Oběžná aktiva
 - a. Zásoby
 - b. Pohledávky
 - c. Peníze
-

BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (aktiva celkem)

3. Cizí zdroje celkem
 - a. Krátkodobé závazky
 - b. Dlouhodobé závazky
 - c. Rezervy
-

NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (vlastní kapitál v tržní hodnotě)



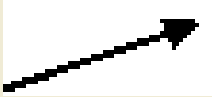



Likvidační hodnota



Metody majetkového ocenění:

- Volba metody závisí na různých faktorech, základním principem je pak kritérium, zda předpokládáme další pokračování podniku (going concern).

- Pak  Ocenění zpravidla na principu reprodukčních cen (v případě going concern)
- Pak  Stanovení likvidační hodnoty (nepředpokládáme dlouhodobější existenci)



Majetkové ocenění v případě omezeného trvání podniku - metoda likvidační hodnoty.

- **Likvidační hodnota představuje množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku.**
- Je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku. Přitom se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a veškeré závazky uhrazeny. Klíčovou roli hraje především faktor času.
- Na rozdíl od substanční hodnoty, kde jsou jednotlivé majetkové části oceňovány z pohledu going-concern principu, se zde předpokládá i prodej jednotlivých částí podle zájmu eventuálního kupce.
- Tento způsob oceňování tedy může značně podhodnotit některá specifická aktiva (speciální stroj v rámci určité technologie).



- **Stanovení likvidační hodnoty**
- + **příjmy** z prodeje majetku (současná hodnota při postupném rozprodeji)
- - **výdaje** na vyrovnání dluhů a na úhradu nákladů na likvidaci
- ± **běžné podnikové příjmy a výdaje**, pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti



Metody založené na analýze trhu





Existují **dvě základní situace** pro ocenění podniku těmito metodami:

- **přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu**
 - Jako oceňovatelé máme k dispozici tržní cenu akcií (akcie jsou běžně obchodovatelné). Zdálnivě stačí *vynásobit aktuální cenu počtem akcií*. Získáme tzv. **tržní kapitalizaci**, která bývá často ztotožňována s tržní hodnotou podniku.
- **ocenění metodou tržního porovnání**
 - používáme, pokud podniky nejsou běžně obchodovány.
Metody jsou:
 - metoda srovnatelných podniků
 - metoda srovnatelných transakcí
 - metoda odvětvových multiplikátorů



Násobitele (multiplikátory)

- Používají se **při ocenění metodou tržního porovnání.**
- **Násobitel je poměr tržní ceny akcie k nějaké vztahové veličině.** Nejznámějším je P/E (Price / Earnings ratio).



Násobitele rozlišujeme podle:

vyjádření tržní ceny akcie *) (hodnoty čitatele)	→ equity value (equity) = hodnota VK / akcii
vyjádření vztahové veličiny *) (ukazatele ve jmenovateli)	→ interprice value - EV (entity) = hodnota podniku (brutto) / akcii → násobitele výnosové = na základě zisku za běžné období - EBIT, EBITDA, cash flow, tržby → násobitele majetkové = účetní hodnota VK, účetní hodnota investovaného kapitálu (VK+úročený CK)
časového určení násobitele	→ vyjádření veličin v aktuálních cenách / Ø za určité období / predikce na příští období, apod.
přístupu, jakým je aplikována metoda tržního porovnání	→ násobitel pro metodu srovnatelných podniků („stand alone multiples“) → násobitel pro metodu srovnatelných transakcí (tzv. transakční násobitele) → násobitel množství → násobitel odvětvový

*) důležité je zachovat symetrii čitatele a jmenovatele



Model oceňování kapitálových aktiv



Model oceňování kapitálových aktiv je základní model pro oceňování **nákladů na vlastní kapitál**.

1. tzv. přímka cenných papírů je důležitým prvkem modelu CAMP – odvozuje střední očekávanou výnosnost cenných papírů od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu.

Platí:

$$E(R_A) = r_f + (E(R_m) - r_f) \cdot \beta_A$$

- $E(R_A)$... střední očekávaná výnosnost cenného papíru
- r_f ... bezriziková výnosnost
- $E(R_m)$... střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tržního portfolia)
- β_A ... koeficient beta cenného papíru; váže se ke konkrétnímu podniku



2. Použití CAMP pro odhad nákladů na vlastní kapitál závisí na třech proměnných:

- **Stanovení bezrizikové úrokové míry r_f**
 - stanovuje se z výnosnosti státních dluhopisů pro dobu splatnosti deset let a více
- **Určení očekávané rizikové prémie kapitálového trhu**
 - Stanovujeme na základě historických dat nejlépe z dat kapitálového trhu USA.
 - Pro výpočet je nejlepší použít geometrický průměr (USA je g. průměr v rozmezí 4-6%).
 - Pro ČR je nutné připočítat rizikovou prémii země.
 - Je nutné vycházet ze stejné bezrizikové výnosnosti pro celý vzorec.



- **Stanovení očekávané výše β**

Odhadujeme třemi způsoby:

a) z minulého vývoje (historické β)

- - výpočtem regresního koeficientu mezi výnosem akcie a trhu

b) metodou analogie

- použije se β podobných podniků. Je nutné řešit odlišnost v obchodním riziku (nutný expertní odhad = přípočet k β) a finančním riziku = odlišná kapitálová struktura – je nutné přepočítat .

- kde:

$$\beta_z = \beta_N \cdot \left(1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK} \right) - \beta_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \left(\frac{CK}{VK} \right)$$

- β_z = β vlastního kapitálu u zadlužené firmy (tzv. spekulované beta)
- β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (tzv. nespekulativní beta)
- β_{CK} = β pro cizí kapitál
- d = sazba daně z příjmu
- CK = cizí kapitál
- VK = vlastní kapitál



3. Závěr použitelnosti CAMP:

- Je to zatím jediný teoreticky podložený a světově oceňovací praxí uznávaný způsob kalkulace diskontní míry pro tržní ocenění
- Vzhledem k malé využitelnosti dat z kapitálového trhu v ČR je lépe použít data z USA a upravit vzorec o aktuální riziko země (ČR)

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ$$

kde:

- n_{VK} odhad nákladů vlastního kapitálu
- r_f aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA
- β odvětvové β přenesené z amerického nebo jiného kapitálového trhu
- a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku
- RPT riziková prémie kapitálového trhu; doporučujeme používat prémii z trhu USA
- trhu USA



Oceňování synergií





- V rámci podnikových akvizic probíhá oceňování ve dvou fázích:
 - Ocenění kupovaného podniku – v případě kontinuálního nezávislého pokračování jeho činnosti (going concern).
 - **Ocenění synergií** – to znamená **přírůstku hodnoty v důsledku spojení s kupující firmou.**

- **Efekt, který plyne ze spojení jednotlivých částí do celku, je základem synergií.**



Oceňování nehmotného majetku



Hlavní předměty nehmotného majetku jsou vynálezy, průmyslových vzory a ochranné známky.

1. Vymezení vynálezů a průmyslových vzorů

Znakem předmětů duševního vlastnictví je jejich schopnost stát se předmětem společenských vztahů, zejména vztahů obchodních.

- Duševní vlastnictví
 - Autorské právo (práva k dílům, počítačové programy, databáze)
- Průmyslové vlastnictví
 - Technické řešení (vynálezy, užité a průmyslové vzory,)
 - Právo na označení (ochranné známky, obchodní firma)
 - Obchodní tajemství, goodwill



Vymezení ochranné známky

- Znakem předmětů duševního vlastnictví je jejich schopnost stát se předmětem společenských vztahů, zejména vztahů obchodních.
- **Duševní vlastnictví**
 - Autorské právo (práva k dílům, počítačové programy, databáze)
 - Průmyslové vlastnictví
- **Průmyslové vlastnictví**
 - Právo na označení (ochranné známky, označení původu, zeměpisná označení, obchodní firma = „trade name“)
 - Technické řešení (vynálezy, užitné a průmyslové vzory,)
 - Obchodní tajemství, goodwill



2. Vymezení ochranné známky:

- **Pojem ochranné známky a podmínky ochrany**
 - Je tradičním **prostředkem práva na označení**. Usnadňuje spotřebitelům orientaci na trhu, je pro ně zárukou kvality, kterou pod zavedeným označením očekávají.
 - Slouží k odlišení výrobků nebo služeb jedné osoby od výrobků nebo služeb stejného druhu jiné osoby.
 - Ochrana není absolutní – vždy pouze pro výrobky a služby zapsané v rejstříku a výrobky podobné.
 - Ochrana se vztahuje na užívání v hospodářské soutěži – pro obchodní účely.
 - Značka – ochranná známka – nezapsané označení.





Oceňování technologických zařízení





Postup při oceňování strojů a strojního zařízení :

1. Identifikace stroje
2. Technická prohlídka stroje
3. Stanovení výchozí ceny stroje
4. Stanovení výchozí technické hodnoty stroje (VTH), 5. Stanovení základní amortizace (ZA)
6. Stanovení srážek a přírážek (PS) na základě technické prohlídky.
7. Stanovení aktuální technické hodnoty stroje.
8. Stanovení časové ceny stroje (ČC)
9. Pokud se nejedná o majetek nutný k provozu, stanovíme cenu obvyklou



Oceňování oběžného majetku



1. Oceňování zásob

- Zásoby tvoří spolu s pohledávkami rozhodující část oběžných aktiv podniku. Pro oceňovací praxi je typické, že se **opouští účetní koncept historické ceny a princip opatrnosti.**

- **1.1.Zásoby provozně nepotřebné** (nevyužitelné či nadbytečné) – ocenění likvidační cenou

$$LH = RH \cdot I_p \cdot (1/(1+i_k))^t$$

- (LH = likvidační hodnota, RH = reprodukční hodnota – viz níže, I_p = index prodejnosti, i_k = kalkul. úrok. míra na úrovni WACC)



- **1.2. Zásoby provozně nutné**
- - *materiál* – reprodukční pořizovací cenou; *vlastní výroba* – úplné vlastní náklady na bázi reprodukční pořizovací ceny (nebo čistá prodejní hodnota, pokud je nižší); *zboží* – reprodukční pořizovací cenou k datu ocenění (nebo čistá prodejní hodnota, pokud je nižší).
- **U některých zásob je třeba hodnotu snížit o opotřebení**
$$RH = n \cdot VH \cdot Inf \cdot Its \cdot Iz$$
- (VH = výchozí hodnota za jednotku, Inf = index růstu cen, Its = index technické shodnosti, Iz = index techn. znehodnocení/zastarání)



2. Pohledávky - 2 základní přístupy:

- a) v rámci ocenění podniku jako celku (**pohledávky související s hlavním provozem podniku**)
- b) ostatní případy (**nesouvisející s hlavním provozem** v rámci oceňování podniku jako celku **nebo samostatné oceňování pohledávek** pro účely např. postoupení, vkladu, zástavy ...)



3. Finanční majetek

- - Peněžní prostředky – nominále, přepoččet z cizí měny.
- - Cenné papíry – individuální přístup – v zásadě není rozdíl mezi substanční a likvidační hodnotou.
 - a) CP obchodované na kap. trzích – tržní data
 - b) neobchodované majetkové CP – tržní porovnání s využitím násobitelů příp. ocenění vlastního kapitálu podniku
 - c) neobchodované dluhové CP – výnosové ocenění (diskontní míra = požadovaný výnos do doby splatnosti)

4. Časové rozlišení

- - zpravidla se ponechává v účetních hodnotách.
- - při významnějších hodnotách se doporučuje přepočítávat na současnou hodnotu.
- **SH = (účetní hodnota · (1 – daň)) / (1 + i)^t**



Souhrnné ocenění samostatného podniku





- Pro ocenění podniku používáme více metod, platí zásada, že minimálně dvě. Jednotlivé metody poskytují ale rozdílné výsledky. V závěrečné fázi ocenění podniku budeme hledat odpovědi:
 - a) jak z jednotlivých výsledků vyvodíme výsledek souhrnný
 - b) jak určit hodnoty různě velkých podílů na základním kapitálu společnosti



Hledání souhrnného výsledku:

- Zabýváme se oceněním vlastního kapitálu podniku jako celku se zohledněním specifík oceňovaného podniku do vstupních veličin jednotlivých oceňovacích metod.
- Výsledky jednotlivých metod se však často liší a **neexistuje pravidlo** umožňující výběr konečného výsledku, **existují ale určitá doporučení jak postupovat:**
 - a) použít **minimálně dvě metody ocenění**, vybrat je dle funkce a účelu ocenění, přání klienta a dle postoje trhu,
 - b) **nepoužívat jako výsledek mechanicky vypočítaný průměr výsledků** jednotlivých metod,
 - c) dle charakteru jednotlivých metod, dané situace podniku a kvality vstupních dat **přiřadit použitým metodám určitou funkci a prioritu** v rámci výsledného ocenění.



Diskonty a prémie při ocenění podniku

V praxi nastávají případy, kdy práce oceňovatele nekončí zjištěním výsledku té či oné metody, a to **ze dvou základních důvodů**:

- a) v rámci použité metody ocenění se **nepodařilo zohlednit některá specifika podniku** mající vliv na jeho hodnotu

- b) úkolem oceňovatele není zjistit hodnotu vlastního kapitálu podniku jako celku, ale **zjistit hodnotu určitého podílu na vlastním kapitálu podniku** (v praxi častý případ)



Použitá literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku* – proces ocenění, základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku* – hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika*. České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika*. 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.

KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku* – 2. přepracované a doplněné vydání, vydavatelství Praha, C.H. Beck, 2001, ISBN 80-7179-529-1.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ