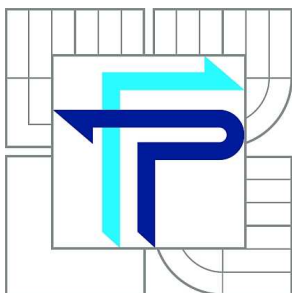


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV MANAGEMENTU

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUTE OF MANAGEMENT

# PROBLEMATIKA OHODNOCENÍ VYBRANÉHO PODNIKU

VALUATION OF THE SELECTED COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. JIŘÍ PELOUŠEK

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. HELENA HANUŠOVÁ, CSc.

BRNO 2010

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Bc. Jiří Peloušek**

---

Řízení a ekonomika podniku (6208T097)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

**Problematika ohodnocení vybraného podniku**

v anglickém jazyce:

**Valuation of the Selected Company**

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

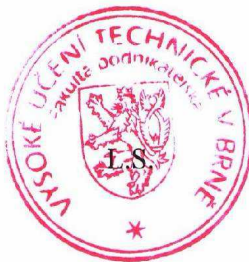
Přílohy

Seznam odborné literatury:

- KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- LÍZAL, L. Oceňování podniku: metody, teorie a praxe. 1.vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2001. 96 s. ISBN 80-7265-033-5.
- MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 492 s. ISBN 80-86119-57-2.
- MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1241-6.
- MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. 168 s. SBN 80-86119-61-0
- NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
7. Výroční zprávy společnosti CS Expres, a.s. za roky 2004–2008.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Helena Hanušová, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2009/10.



*Martina Rašticová*

PhDr. Martina Rašticová, Ph.D.  
Ředitel ústavu

*Anna Putnová*

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA  
Děkanka

V Brně, dne 7.2.2010

## **Abstrakt**

Diplomová práce se věnuje problematice ohodnocování podniku a implementaci teoretických poznatků získaných pomocí různých metod do specifických podmínek akciové společnosti CS Expres, která se zabývá přepravou kusových zásilek. Praktická část práce je zaměřena na finanční a strategickou analýzu firmy. Návrh ohodnocení společnosti je proveden pomocí teoretických metod, ale také stanovením specifických kritérií podle nichž lze odhadnout reálnou cenu firmy.

## **Summary**

This diploma work focuses on the issue of valuation of a company and implementing the theoretical findings obtained through various methods into the specific situation of CS Expres joint-stock company which transports individual packages. The practical part of the work provides financial and strategical analysis of the company. The valuation of the company suggestion is carried out with the help of theoretical methods, but also by establishment of specific criteria which can be used to estimate the real price of the company.

## **Klíčová slova**

Ohodnocování podniku, oceňovací metody, hodnota, finanční analýza, strategická analýza, diskontované cash flow, ekonomická přidaná hodnota, značka, dobré jméno, krize, specifická kritéria.

## **Key words**

Valuation of the company, appraisal methods, value, financial analysis, strategic analysis, discounted cash flow, economic value added, brand name, goodwill, crisis, specific criteria.

## **Bibliografická citace**

PELOUŠEK, J. *Problematika ohodnocení vybraného podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 138 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Helena Hanušová, CSc.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušil autorská práva ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským.

V Brně, dne 24. května 2010

.....

Podpis

## OBSAH

<b>1</b>	<b>Vymezení cíle práce .....</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE .....</b>	<b>12</b>
2.1	Vymezení pojmu podnik.....	12
2.2	Teorie oceňování podniku .....	12
2.3	Důvody pro ocenění podniku.....	14
2.4	Základní postup při oceňování podniku.....	15
2.4.1	Strategická analýza: .....	15
2.4.2	Finanční analýza .....	18
2.4.2.1	Zdroje finanční analýzy .....	18
2.4.2.2	Metody a postupy finanční analýzy.....	21
2.5	Vymezení pojmu hodnota.....	23
2.5.1	Objektivizovaná hodnota .....	25
2.5.2	Subjektivní hodnota .....	26
2.5.3	Tržní hodnota podniku.....	27
2.5.4	Funkcionální koncepce .....	28
2.6	Hlavní současné přístupy k oceňování podniku .....	29
2.7	Metody majetkového ohodnocení.....	30
2.7.1	Metoda účetní hodnoty .....	31
2.7.2	Metoda substanční hodnoty .....	31
2.7.3	Metoda likvidační hodnoty .....	32
2.7.4	Shrnutí majetkových metod ohodnocení .....	32
2.8	Výnosové metody oceňování.....	34
2.8.1	Výnosové ocenění podniku pomocí DFC.....	34
2.8.1.1	Peněžní toky pro metody DFC .....	36
2.8.1.2	Technika propočtu hodnoty podniku.....	38
2.8.1.3	Metody stanovení diskontní míry .....	42
2.8.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	44
2.8.3	Modely založené na EVA .....	46
2.8.3.1	Použití ukazatele EVA jako nástroje pro ocenění .....	47
2.8.3.2	Tržní přidaná hodnota MVA .....	48

2.8.4	Kombinované výnosové metody .....	50
2.8.4.1	Schmalenbachova metoda střední hodnoty .....	50
2.8.4.2	Metoda vážené střední hodnoty .....	51
2.8.4.3	Metoda nadzisku, superzisku:.....	51
2.8.5	Shrnutí výnosových metod .....	52
2.9	Metody založené na analýze trhu.....	54
2.9.1	Ocenění tržní kapitalizací .....	54
2.9.2	Ocenění na základě srovnatelných podniků.....	55
2.9.3	Metoda srovnatelných transakcí .....	56
2.9.4	Ocenění pomocí tržních odvětvových multiplikátorů .....	56
2.9.5	Shrnutí relativních ocenění .....	56
<b>3</b>	<b>ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÉ SITUACE .....</b>	<b>58</b>
3.1	Charakteristika podniku .....	58
3.1.1	Hlavní produkty společnosti .....	60
3.1.2	Služby za příplatek.....	60
3.1.3	Logistické služby .....	60
3.2	Strategická analýza .....	61
3.2.1	SLEPT analýza .....	61
3.2.1.1	Sociální faktory.....	61
3.2.1.2	Legislativní faktory.....	63
3.2.1.3	Ekonomické faktory .....	64
3.2.1.4	Politické faktory .....	71
3.2.1.5	Technologické faktory .....	71
3.2.2	Porterova analýza.....	72
3.2.2.1	Dodavatelé .....	72
3.2.2.2	Kupující .....	73
3.2.2.3	Konkurence v odvětví.....	74
3.2.2.4	Substituční výrobky .....	75
3.2.3	SWOT analýza firmy .....	75
3.2.3.1	Silné stránky .....	75
3.2.3.2	Slabé stránky.....	75
3.2.3.3	Příležitosti .....	76

3.2.3.4	Hrozby .....	76
3.2.4	Balance scorecard .....	76
3.3	Celosvětová ekonomická krize .....	78
3.4	Finanční analýza .....	80
3.4.1	Majetková a kapitálová struktura podniku CS Expres.....	81
3.4.1.1	Analýza aktiv .....	82
3.4.1.2	Analýza položek pasiv .....	84
3.4.1.3	Analýza výsledků hospodaření .....	86
3.4.1.4	Rozbor poměrových ukazatelů .....	90
3.4.1.5	Bonitní modely při finanční analýze .....	96
3.4.1.6	Shrnutí finanční analýzy .....	100
<b>4</b>	<b>NÁVRH OHODNOCENÍ SPOLEČNOSTI CS EXPRES .....</b>	<b>101</b>
4.1	Metoda majetkového ohodnocení .....	101
4.1.1	Účetní hodnota majetku .....	102
4.1.2	Substanční hodnota .....	103
4.2	Výnosové ohodnocení společnosti CS Expres.....	104
4.2.1	Metodou ekonomické přidané hodnoty EVA .....	104
4.2.2	Metodou DCF .....	110
4.2.3	Odhad pokračující hodnoty podniku.....	111
4.2.4	Shrnutí výsledků ocenění při použití teoretických metod .....	113
4.3	Ohodnocení nefinančních hodnot .....	115
<b>5</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>118</b>
	<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>119</b>
	<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>120</b>
	<b>Seznam grafů.....</b>	<b>121</b>
	<b>Seznam obrázků.....</b>	<b>122</b>
	<b>Seznam příloh.....</b>	<b>122</b>

## Úvod

Potřebnost ekonomické disciplíny zvané oceňování podniku se znovu objevila s transformací ekonomiky a privatizací podniků na počátku devadesátých let minulého století. V průběhu uplynulých dvaceti let prošla tato disciplína fází dynamického vývoje, přesto naráží na řadu problémů souvisejících především s příliš teoretickým hlediskem a nepodloženým očekáváním budoucího vývoje.

V současné době, kdy v podstatě celým světem otřásá ekonomická krize a recese, jež se promítá do podnikové hospodářské sféry významnými změnami, je oceňování podniků mimořádně aktuální téma. Samozřejmě nejen tyto změny, ale i soutěž na trhu mohou představovat pro podnik zcela zásadní změny, například restrukturalizace, fúze, akvizice, joint venture a jiné formy slučování a splynutí firem, ale také prodej, nákup nebo úpadek a likvidace, jako důsledek adaptace podniků na měnící se podmínky a vývoj situace na trhu. S tím souvisí především nutnost ohodnocení majetku, vlastnických práv a predikce budoucího vývoje a to jak z pohledu stávajících vlastníků, tak z pohledu věřitelů a potencionálních investorů.

Důležité faktory fundovaného ohodnocení závisí na mnoha faktorech. Především na vymezení důvodu, tedy cíle pro koho je určeno (vlastník nebo investor), kvalitě informací, ze kterých jsou data pro ocenění čerpána, vhodné volbě i aplikaci metody ohodnocení a na individuálním přístupu oceňovatele. To vše klade vysoké nároky na teoretické vědomosti, ale také profesní znalosti a zkušenosti oceňovatele v oblasti finančního i manažerského účetnictví a řízení podniku. Základem je vždy precizní a komplexní zpracování analýz týkajících se nejen samotného řešeného podniku, ale rovněž prostředí, ve kterém je podnik provozován a to z pohledu mikro i makroekonomického.

Firma CS Expres patří mezi tři největší poskytovatele přepravy kusových zásilek v České republice. Pro analýzu společnosti jsme jako zdroj dat využili veřejně dostupných materiálů v podobě výročních zpráv od roku 2002.

# 1 Vymezení cíle práce

Diplomová práce je zaměřena na problematiku ohodnocení podniku.

Hlavním cílem práce je implementace teoretických poznatků do specifických podmínek firmy.

Aby mohl být hlavní cíl naplněn, bylo třeba splnit dílčí úkoly.

Prvním dílčím úkolem je popis metod, technik a přístupů k ohodnocování podniku a shrnutí jejich praktického využití, případně odhalení úskalí spojených s použitím dané metody. Druhý dílčí úkol je posouzení komplexní situace firmy na základě provedení strategické a finanční analýzy.

Návrhová část bude obsahovat aplikaci teoretických poznatků ohodnocování do podmínek akciové společnosti CS Expres, která provozuje systém expresní přepravy kusových zásilek.

## **2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE**

### **2.1 Vymezení pojmu podnik**

Na podnik je nutno z ekonomického hlediska pohlížet jako na funkční celek, věc hromadnou (Kislingerová, 2001). Pojem podnik je vymezen a definován v literatuře různě:

- Jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy,
- jako subjekt, ve kterém dochází k přeměně zdrojů (vstupů) ve statky (výstupy),
- jako uspořádaný soubor prostředků, zdrojů, práv a jiných majetkových hodnot (ať vlastních či pronajatých), které slouží podnikateli k provozování podnikatelských aktivit.

V podmínkách České republiky je podnik definován § 5 obchodního zákoníku odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb. "Podnikem se rozumí: soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit" (Mařík, 2007).

### **2.2 Teorie oceňování podniku**

Historie teorie ohodnocování začíná v 19. století, především v německých zemích. Významný pokrok nastal ve dvacátém století, kdy se předmětem zájmu vedle metodologie stalo i pojetí samotné disciplíny oceňování jako takové (tržní, objektivní, subjektivní a funkcionální koncept).

Jedná se o teoretickou a praktickou disciplínu, která je založena na poznatcích ekonomické teorie, teorie a praxe podnikových financí a oceňovacích standardech. Krabec (2009, s. 30) uvádí, „že správný překlad není oceňování podniku, ale ohodnocování podniku“. Pojem oceňování, který se ustálil v průběhu devadesátých let minulého století v české literatuře a běžné odborné diskuzi (viz. Kislingerová, 2001, Mařík a kol., 2003 a 2007, a související literatura), zcela přesně neodpovídá zahraniční

praxi. Primárně totiž oceňování souvisí se stanovením ceny, (tedy nikoliv odhadem hodnoty) pro daný konkrétní účel, například určení daňové povinnosti. Vztah mezi termíny oceňování a ohodnocování je zřejmě zažitě české specifikum, vyplývající především ze silného historického vlivu zákonné regulace oceňování a odhady cen pro účely definované zákony.

Ve světové praxi se termín oceňování používá jen v případech, kdy dochází ke stanovení ceny, především ve vztahu k daňovým a jiným účelům dotýkajících se státu. Proces, kdy je odhadována hodnota pro obecné tržní transakce a soukromoprávní povahy, vhodněji vystihuje pojem ohodnocování (valuation). Oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané či očekávatelné ceny obchodu vycházející z podmínek zadání. Smysl a účel odhadnuté peněžní částky spočívá v potřebách, které jsou definovány Standardy hodnoty (International Valuation Standards, 2007).

#### **Kdo se profesně zabývá oceňováním?**

- **Znalci** - jmenovaní ministrem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu podle místa bydliště.
- **Odhadci** - koncesovaná živnost v oboru oceňování majetku pro věci movité, věci nemovité, nehmotný majetek, finanční majetek, podnik

#### **Zákonná regulace**

Základní právní předpis zabývající se oceňováním podniků v České republice je zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku a o změně některých zákonů, dále pak Zákon č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících, vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČR č. 77/1993 Sb., vyhláška Ministerstva spravedlnosti ČSR č. 37/1967 Sb. a zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.

Na oceňování se rovněž vztahují Mezinárodní standardy pro oceňování (The International Assets Valuation Standards Committee založena v roce 1981). V rámci Evropského společenství panuje snaha o standardizaci pojmů týkajících se oceňování. Česká republika se tohoto procesu účastní od roku 1995 přiznáním pozorovatelského statutu v evropském sdružení odhadců, znalců a expertů (EUROVAL) prostřednictvím české komory odhadců majetku.

## 2.3 Důvody pro ocenění podniku

Oceňování se zabývá podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně a jeho účelem je stanovení jeho hodnoty. Je však nutné si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Koncepty ohodnocování podniku sledují metodologická východiska a v návaznosti na zadání podle účelu poskytují interpretační náplň konkrétní oceňovací úlohy. Různá zadání mohou vyžadovat i různé metody a povedou k odlišným výsledkům (Mařík, 2007).

Krabec (2009, s. 31) upozorňuje: „Je nutno zdůraznit, že se jedná jen o odborný odhad specialisty, jehož kvalifikace je postavena především na dlouhodobých zkušenostech ... Není žádný jediný správný postup, který by nám umožnil – vložíme-li příslušná data – získat správný výsledek ... Hodnota podniku není jeho přirozenou a obecně danou vlastností, kterou bychom mohli dovodit z daných charakteristik.“

Nejběžnější podněty k ohodnocení podniku vycházejí z účelu a předpokladů pro zpracování, a čas, ve kterém byl odhad připraven. (Kislingerová, 2001):

- Koupě nebo prodej podniku,
- splynutí nebo sloučení společností,
- změna právní formy obchodní společnosti,
- restrukturalizace podniku za účelem zvýšení jeho hodnoty,
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- hodnocení reálné bonity podniku,
- uvádění společnosti na burzu,
- náhrada za vyvlastnění,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- poskytování úvěru,
- placení různých daní,
- pojištění podniku.

## 2.4 Základní postup při oceňování podniku

Zcela zásadní a klíčové je vymezení účelu, pro který je ocenění zpracováno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik je pak podřízena funkcím, které by ocenění mělo splnit. Pro kvalitní ohodnocení je však nezbytné zajistit a analyzovat nejen informace jež pokrývají téměř celé dění v podniku, ale rovněž o prostředí, ve kterém podnik funguje, tzn. makro i mikroekonomické data (Mařík, 2007).

**Jednotlivé fáze oceňování podniku** (Kislingerová, 2001, s. 26):

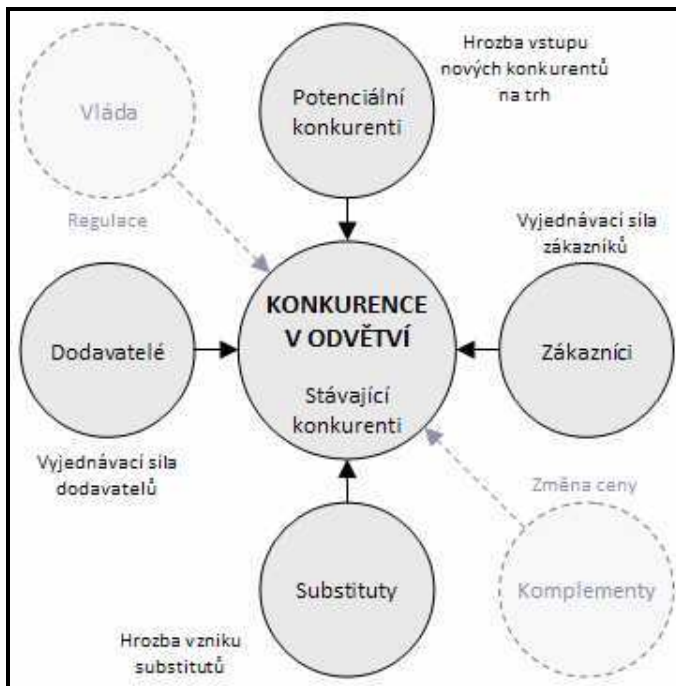
1. Vymezení zadání práce – specifikace cíle ocenění a definice zadání
2. Vytvoření pracovního týmu složeného obvykle z vedoucího týmu, ze zástupců poradenské firmy a zástupců podniku
3. Plán práce – určení závazných termínů prací ve vazbě na cíl a termín řešení
4. Sběr informací vnějších (analýza makroprostředí a mikroprostředí) i vnitřních (podniková minulost, současnost i budoucnost)
5. Analýza dat – finanční a strategická analýza (na 3-5 let)
6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce
7. Analýza ocenění – aplikace zvoleného metodického aparátu ve vazbě na účel ocenění
8. Syntéza výsledků a příprava závěrečného výroku
9. Výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění

### 2.4.1 Strategická analýza:

**SLEPT** analýza představuje komplexní pohled na prostředí státu, regionu, kraje či obce, které není stabilní a mění se. V rámci analýzy se nemapuje pouze současná situace, ale pozornost se věnuje zejména otázkám, jak se toto prostředí bude či může do budoucna vyvíjet, jaké změny v okolí můžeme předpokládat. Je založena na zkoumání sociálních, legislativních, ekonomických, ale i ekologických, politických a technologických faktorů.

**Porterova** analýza konkurenčního prostředí spočívá ve stanovení vyjednávací síly zákazníků, dodavatelů, hodnocení hrozby vstupu nových konkurentů, substitutů a rivalů podniků působících na trhu.

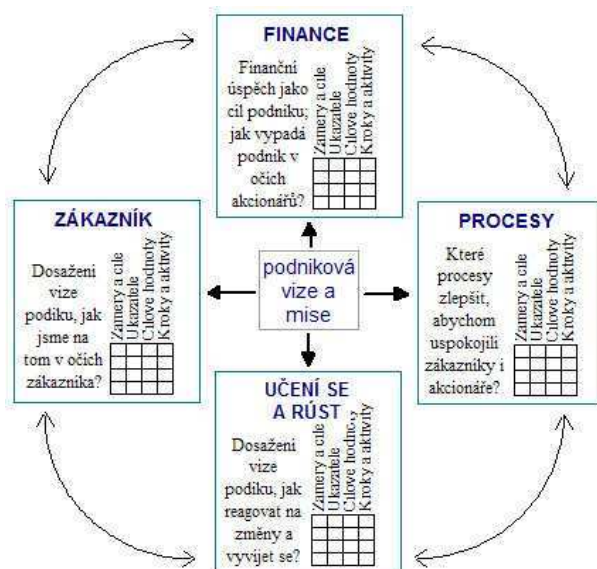
**Obr. 1: Pětifaktorová analýza podle Portera**



zdroj: [www.metody.rizeni.cz](http://www.metody.rizeni.cz)

**Balanced Scorecard (BSC)** je koncept řízení společnosti je uznávaný jako nejlepší přístup k transformování podnikové vize do konkrétních, měřitelných aktivit, který bere do úvahy všechny faktory, které vytvářejí dlouhodobé hodnoty.

**Obr. 2: Balanced Scorecard**



Zdroj: <http://www.finance-management.cz>

Hlavním rozdílem BSC oproti klasickým způsobům měření výkonnosti podniku je fakt, že se nezaměřuje jen na jednu, zpravidla finanční, ale na všechny oblasti řízení firmy. Doplnuje finanční ukazatele, které jsou obrazem minulé výkonnosti, o nové ukazatele hybných sil budoucí výkonnosti. Klíčové indikátory výkonnosti reprezentují čtyři různé perspektivy podnikání:

- **Finanční perspektivy:** Přesná finanční data byla, jsou a vždy budou velmi důležitým aspektem pro řízení podniku. V současné praxi se klade důraz na pouhé finanční ukazatele, což může způsobit zkreslený obrázek na další perspektivy podniku.
- **Perspektiva zákazníka:** Podniky kladou stále větší důraz na budování kladných vztahů se zákazníky. Spokojenost zákazníka je v dnešní době prioritou číslo 1. Nespokojený zákazník může snadno přejít ke konkurenci, ale navíc s sebou může přetáhnout i další zákazníky.
- **Podnikové procesy:** Tato oblast zobrazuje efektivitu vykonávaných činností podniku a zda produktová nabídka a služby odpovídají požadavkům zákazníků. Nastavení těchto procesů musí vykonávat ti, kteří dokonale znají konkrétní podnikovou misi.
- **Učení se a růst:** Zahrnuje vzdělávání zaměstnanců, budování podnikové kultury, schopnost reagovat na změny a zvyšování úrovně podnikových procesů. Zdůrazňuje se iniciativa a vlastní přístup zaměstnanců, vzájemná komunikace a další především neautoritativní způsoby vedení. Například využití podnikového intranetu jako informačního zdroje.

Porozumět souvislostem mezi těmito oblastmi je základem úspěšného řízení výkonnosti podniku. Balanced ScoreCard je možné použít zejména v oblasti prezentace výsledků podniku vrcholovému vedení a pro účely porovnávání dosaženého zlepšení v podnikových procesech.

Principy manažerské metody Balanced ScoreCard jsou:

- vyjasnění a aktualizace strategie,
- projednání strategie uvnitř organizace,
- propojení cílů oddělení a jednotlivců s celkovou strategií,
- určení a dohoda strategických iniciativ (komunikace),

- získání pružné zpětné vazby o výkonnosti procesů (zpětná vazba),
- stanovení procesu učení a neustálé zlepšování organizace (kauzalita),
- identifikace a analýza potenciálních podnikatelských rizik,
- zavedení důsledného řízení rizik.

**SWOT** analýza se zabývá konkrétními podmínkami firmy a snaží se identifikovat její silné (ang: **Strengths**) a slabé (ang: **Weaknesses**) stránky a snaží se definovat příležitosti (ang: **Opportunities**) a hrozby (ang: **Threats**). Vychází z údajů předchozích analýz a zařazuje jejich zjištění do příslušné kategorie SWOT. Výsledkem je pak komplexní přehled o situaci a pozici dané firmy na trhu.

## **2.4.2 Finanční analýza**

Finanční analýza představuje ohodnocení minulosti, současnosti a doporučení vhodných řešení do předpokládané budoucnosti finančního hospodaření podniku. Jejím cílem je poznat finanční zdraví podniku, identifikovat slabiny, které by mohly vést k problémům a determinovat silné stránky.

Úkolem finanční analýzy je především vyjádřit pokud možno komplexně majetkovou a finanční situaci podniku, tzn. podchytit všechny její položky případně při podrobnější analýze zhodnotit některou z jejích složek (rozbor výnosnosti majetku, rozbor zadluženosti, rozbor rizik platební neschopnosti atd.) a také připravit podklady i pro interní rozhodování managementu podniku. Základním požadavkem je komplexnost, zvážení všech vzájemně spjatých vlastností hospodářského procesu.

Finanční analýza lze provádět jak interně, tak externě. Externí finanční analýza se opírá o zveřejňované a jinak dostupné finanční informace. Naproti tomu tzv. interní analýza, je jiným názvem pro rozbor hospodaření podniku, při kterém má interní analytik k dispozici všechny údaje finančního, manažerského (vnitropodnikového) a nákladového účetnictví, statistická, plánová a kontrolní data (Synek, 2003).

### **2.4.2.1 Zdroje finanční analýzy**

Finanční účetní výkazy zachycují pohyb podnikových financí a majetku ve všech jejich formách a ve všech fázích podnikové činnosti, jsou rozhodující součástí

účetní závěrky. V této diplomové práci budou použity Výroční zprávy zveřejňované na serveru [www.justice.cz](http://www.justice.cz).

### **Rozvaha**

Rozvaha je výkaz zpracovaný na základě údajů v účetnictví o stavu hospodářských prostředků k určitému okamžiku. Uvádí jednotlivé položky aktiv a pasiv, zachycuje stav majetku v podniku a zdrojů jeho krytí k určitému datu, většinou k poslednímu dni účetního období, v peněžním vyjádření (Kislingerová, 2005).

### **Aktiva a pasiva se vždy musí rovnat !**

Aktiva dělíme na stálá a oběžná. V rozvaze je uvedeno v položkách Aktiva několik sloupců. Jeden se nazývá Brutto – to je hodnota majetku v době pořízení. Dalším sloupec se nazývá Korekce – zde se uvádí peněžita hodnota opotřebení majetku (odpisy). Další je sloupec Netto – uvádí rozdíl mezi Brutto a Korekcí, takže uvádí hodnotu majetku v daném roce. Poslední sloupec se nazývá Minulé účetní období netto, který slouží pro srovnání.

#### **AKTIVA:**

- *Stálá aktiva :*
  - Dlouhodobý nehmotný majetek (DNM)
  - Dlouhodobý hmotný majetek (DHM)
  - Dlouhodobý finanční majetek
- *Oběžná aktiva :*
  - Zásoby - materiál, nedokončená výroba, výrobky, zvířata, zboží
  - Pohledávky
  - Finanční majetek
- *Přechodná aktiva*

#### **PASIVA:**

- *Vlastní kapitál:*
  - Základní kapitál
  - Fondy tvořené ze zisku – zákonný, nedělitelný, statutární
  - HV minulých let
  - HV za běžné období
- *Cizí zdroje:*
  - Bankovní úvěry
  - Závazky
  - Rezervy
- *Přechodná pasiva*

(Kislingerová, 2005)

### **Výkaz zisků a ztrát**

Majetek slouží k tvorbě zboží a služeb, které lze prodat a tím získat tržby a v jejich rámci pokud možno zisk. O tvorbě zisku vypovídá výkaz zisků a ztrát (výsledovka), který zachycuje výnosy a náklady na veškerou výrobu za účetní období.

Úvodní část výsledovky vyjadřuje rozdíl mezi tržbami a výrobou:

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb

+/- Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby

+ Aktivace materiálu, zboží a investičního majetku, vyrobených ve vlastní režii a vnitropodnikových služeb

= **VÝROBA**

Další část výsledovky zjišťuje provozní hospodářský výsledek (provozní zisk/ztráta) odečtením provozních nákladů od položky výroba:

Výroba

- Výrobní spotřeba (materiál, energie, služby)

- Osobní náklady (mzdy, soc. zabezpečení)

- Daně a poplatky

- Odpisy nehmotného a hmotného investičního majetku

+/- Některé další výnosy a náklady

= **Provozní hospodářský výsledek**

Následující část výsledovky zjišťuje hospodářský výsledek z finančních operací, kam patří především nákladové úroky. Hospodářský výsledek za běžnou činnost je dán výpočtem:

Provozní hospodářský výsledek

+/- Hospodářský výsledek z finančních operací

- Daň z příjmů za běžnou činnost

= **Hospodářský výsledek za běžnou činnost**

Závěr výsledovky patří mimořádným výnosům, mimořádným nákladům a dani z příjmu z mimořádné činnosti. Jejich sumací vzniká mimořádný hospodářský výsledek,

který se přičítá k hospodářskému výsledku za běžnou činnost a vzniká hospodářský výsledek za účetní období (Grünwald, Holečková, 2002).

#### 2.4.2.2 Metody a postupy finanční analýzy

Základní rozborové techniky zahrnují metody založené na práci se zjištěnými údaji obsaženými v účetních výkazech a s údaji z nich odvozenými – s ukazateli. Podle toho se dělí na dvě skupiny, budeme-li analyzovat přímo položky účetních výkazů, hovoříme o metodě absolutní, v případě jejich poměrů hovoříme o metodě relativní (Grünwald, Holečková, 2002).

**Metoda absolutní** - spočívá ve vzájemném srovnávání absolutních údajů za různá období a ve spočítání rozdílů, čímž se získá poměrně výmluvný přehled skutečných změn, které nastaly v jednotlivých účetních položkách.

Mezi nejčastěji používané fondy ve finanční analýze patří (Grünwald, Holečková, 2002):

- Čistý pracovní kapitál - část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji. Velikost ČPK je významným indikátorem platební schopnosti podniku. Nabývá-li tento ukazatel záporných hodnot, jedná se o tzv. nekrytý dluh.

**ČPK = oběžná aktiva – krátkodobá pasiva (dluhy)**

- Čisté pohotové prostředky - peněžní pohotové prostředky se rozumí peníze v hotovosti a na běžných účtech. Někdy se zahrnují i směnky, šeky, krátkodobé termínované vklady, krátkodobé cenné papíry, neboť v podmínkách fungujícího kapitálového trhu jsou rychle přeměnitelné na peníze

**ČPP = pohotové peněžní prostředky – okamžitě splatné závazky**

- Čistý peněžní majetek - představuje určitý kompromis, střední cestu mezi oběma výše uvedenými ukazateli.

**ČPM = oběžná aktiva – zásoby – nelikvidní pohledávky – krátkodobá pasiva**

**Metoda relativní** - nazývána jako metody poměrových ukazatelů.

Provádí se ve dvou formách jako:

- **horizontální analýza**, resp. analýza vývojových trendů vyjadřuje změnu v určité položce v procentech nebo indexem (buď řetězovým nebo bazickým)
- **vertikální analýza**, resp. analýza komponent vyjadřuje strukturu aktiv a pasiv rozvahy či položek výkazů zisků a ztrát v procentech, kdy jednotlivé položky rozvahy jsou poměřovány k celkovým aktivům, resp. pasivům a položky výkazu zisků a ztrát jsou analogicky poměřovány s objemem výnosů, příp. tržeb

### **Klasifikace poměrových finančních ukazatelů**

Ukazatele se obvykle rozdělují do dvou hlavních kategorií:

- **provozní ukazatele** vyjadřují výkonnost podniku, celkovou úroveň hospodaření s majetkem.
- **finanční ukazatele** se zaměřují na posouzení finanční struktury, zadluženosti a dluhové služby a likvidity, tedy schopnosti splácení závazků.

Mezi základní charakteristiky patří (Grünwald, Holečková, 2002) :

- rentabilita (výnosnost)
  - rentabilita celkového kapitálu (ROE)
  - rentabilita vlastního kapitálu (ROA)
  - rentabilita tržeb (odbytu) (ROS)
  - rentabilita nákladů
- aktivita
  - rychlost obratu a doba obratu celkových aktiv
  - rychlost obratu a doba obratu pohledávek
- platební schopnost
  - okamžitá likvidita
  - pohotová likvidita
  - běžná likvidita
  - pracovní kapitál

- finanční stabilita a zadluženost
  - úrokové krytí
  - doba splácení dluhů
  - krytí dluhů
  - ukazatel věřitelského rizika
  - index finanční páky
  - koeficient samofinancování
- ukazatel míry zadluženosti vlastního kapitálu.
  - podíl ČPK na dlouhodobých zdrojích
  - rentabilita T na ČPK
  - podíl ČPK na celkovém majetku
  - rentabilita ČPK

Podle poměrových ukazatelů nelze srovnávat podniky různých odvětví. Avšak ani u podniků jež pracují ve stejném odvětví nenalezneme shodné poměrové ukazatele.

Zároveň ovšem nelze vyvozovat závěry pouze na základě jednoho ukazatele, který se jeví příliš vysoký nebo příliš nízký. Také pokud se týče velikosti vypočtených hodnot jednotlivých ukazatelů, je častým omylem představa, že lze stanovit nějaké pevné „doporučené“ či dokonce „optimální“ hodnoty poměrových ukazatelů, které mají univerzální platnost. Pak by stačilo pouhým porovnáním naměřených hodnot s těmito vzorovými rozhodnout, zda jsou dobré nebo špatné.

## 2.5 Vymezení pojmu hodnota

V globálním světě se pohyb kapitálu děje bez ohledu na země a kontinenty a hledá nejlepší umístění. Zejména na kapitálovém, ale i na finančním trhu se střetávají investoři z různých zemí se zcela rozdílnými kulturními podmínkami a zvyklostmi i vyspělostí jejich vlastních trhů. I z tohoto pohledu můžeme sledovat řadu pokusů o sjednocení terminologie používané k ohodnocování podniku a přesné definice. Snahou je vyloučit eventuální nedorozumění mezi odhadcem a uživatelem ocenění (Kislingerová, 2001).

V reálném světě není možné spoléhat na modely dokonalé konkurence, úplných informací a racionality v rozhodování jednotlivce. Spíše než hodnota odpovídající

rovnovážné ceně na hypotetickém dokonalém trhu bude účastníky transakce zajímat hodnota jejich investice do daného podniku s ohledem na riziko a ekonomickou návratnost (Krabec, 2009).

Z ekonomického hlediska je nutno na podnik pohlížet jako na funkční celek. V praxi bývá po oceňovateli často požadováno, určení objektivní hodnoty podniku. Mařík (2007, str. 16) zdůrazňuje, že "něco jako objektivní hodnota podniku neexistuje". Podnik dle definice má řadu objektivních vlastností, ale hodnota mezi ně nepatří. Lze například určit nebo odhadnout hodnotu majetku, který byl pořízen nebo kolik podnik zatím vynášel. Mařík dále tvrdí, že "nikoliv náklady nebo dosavadní (minulé) výnosy jsou určující pro hodnotu podniku".

Krabec (2009, s. 20) upozorňuje, že „celospolečenská poptávka po tržní hodnotě, vede k nutnosti výpočtu nějaké částky, která bude interpretována jako obecně platná, co nejpodrobněji a nejexaktněji propočtená, objektivní ...“ Zároveň dodává, že „čím více je oceňovatel vzdělanější v matematice a kvantitativních disciplínách, tím větší mívá tendenci k provádění ocenění. A čím podrobněji, složitěji, vědecktji bude počítat, čím komplexnější modely tržní poptávky bude využívat, čím propracovanější bude finanční plán a model DFC, tím kvalitnější by měl výsledek být a tím blíže by se měl přiblížit tržní hodnotě jako teoreticky nejsprávnější částce, hodnotě obecně platné pro všechny“. Takové nesprávné uvažování je podle něj mezi oceňovateli velmi rozšířené.

Hodnota podniku není totožná s cenou, jak je tomu obvykle u jiného zboží, hodnota a cena se rovnají jen výjimečně. Objektivní hodnota je relativní pojem, protože ve své podstatě neexistuje (Kislingerová, 2001).

### **Rozdíl mezi cenou a hodnotou majetku:**

- **Cena** je peněžní vyjádření penězi ocenitelných hodnot. Rozlišujeme různé druhy cen: úřední, pořizovací, reprodukční, kupní, zjištěná, regulovaná státem...
- **Hodnota** je ekonomická kategorie, jež vyjadřuje užitek vlastníka majetku k datu, ke kterému se provádí.
  - jedná se o odhad, není to přesné číslo
  - může, ale nemusí se rovnat ceně

- hodnoty věci jsou různé podle toho jaké vlastnosti vyjadřují, závisí na metodě zjišťování (pojistná, užitná, tržní, ...)

Hodnota je tedy obrazem návrhu či názoru, zatímco cena je dosažený či realizovaný fakt. Konečná cena, za kterou je podnik prodán, závisí na celé řadě dalších faktorů, jež mají zásadní vliv. Jsou jimi například psychologické faktory, časová tíseň, osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím nebo vyjednávací schopnosti.

**Rozlišujeme čtyři základní koncepty ohodnocování** (Mařík, 2003, s.18):

- Objektivizovaná hodnota,
- subjektivní hodnota,
- tržní hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

### **2.5.1 Objektivizovaná hodnota**

Objektivní koncepce ohodnocování je založena na předpokladu existence objektivní hodnoty podniku. Tento přístup shrnují Matschke, Brösel (2007, in: Krabec, 2009, s. 112): „... představa o odhadu hodnoty podniku, co nejvíce oproštěná od konkrétních osob jako zájemců o ocenění, na základě faktorů, které mohou být realizovány kýmkoliv“.

Při této koncepci je potenciální investor vnímán jako fiktivní osoba a oceňovatel se snaží vystihnout jeho chování na základě modelových úvah. Koncepce využívající pro odhad objektivní hodnoty podniku preferují metody zatížené co nejmenší nejistotou ohledně budoucího vývoje.

Nestrannost odhadu vycházející z odosobnění ohodnocované transakce je nutnou podmínkou, ale není dostačující. Bez znalosti nebo alespoň bližší konkretizace subjektů transakce není možné nijak dovodit, zda takto vypočítaná částka bude relevantní a přijatelná oběma stranami (prodávající/kupující).

Ačkoliv koncepce tržního a objektivního ohodnocení nejsou shodné, jisté prvky objektivní teorie ohodnocování lze nalézt i v koncepci tržního ohodnocování a hovoří se o tzv. objektivní tržní hodnotě.

## 2.5.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní koncepce ohodnocování se vyvíjela paralelně s rozvojem koncepce objektivní. Od počátku 60-tých let 20. století nabývá stále většího významu (zejména v německy mluvících zemích), protože vykazuje z hlediska praktických potřeb lepší použitelnost. Každý vlastník má individuální cíle a preference, jiné finanční možnosti, vyjednávací schopnosti a ekonomickou moc. Proto má podnik hodnotu vždy jen pro subjekt ocenění. Obecná hodnota platná pro všechny a pro nikoho nemá žádný smysl (Krabec, 2009).

Na podnik jako celek musíme pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Většina teoretiků oceňování se přiklání k názoru, že hodnotu podniku je třeba považovat za jedinečný jev. Hodnotou podniku tedy není pravděpodobná cena podniku na trhu, ale názor a souhrn užitků konkrétních účastníků transakce. Subjektivní hodnotu nalezneme i v Mezinárodním oceňovacím standardu číslo 2, kde je označována jako investiční hodnota. Ta je definována jako „hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle (Mařík, 2003, s. 21).

### **Tři východiska subjektivního konceptu ohodnocování:**

- Princip subjektivity,
- princip vztahu k budoucnosti,
- princip ohodnocování podniku jako celku.

Matschke, Brösel (2007, in: Krabec 2009) popisují několik typů hodnoty z pohledu subjektivního konceptu ohodnocování:

- Hodnota užití,
- hodnota pro rozhodnutí,
- argumentační hodnoty,
- směnná hodnota,
- normovaná hodnota.

Koncept subjektivního oceňování byl fakticky reakcí na objektivní koncepcí oceňování podniků. Ale od jednoho extrému, kdy převládal názor, že existuje jedna obecně platná objektivní hodnota, se přesunula teorie oceňování do opačné pozice:

hodnota existuje vždy jen pro někoho. Z praktického hlediska se to sice zdá být blízké realitě, ale na druhou stranu je obtížné propočítávat subjektivní hodnotu z pozice externího oceňovatele. Mohou vznikat rozpory ohledně role nestranného experta, plněního v rámci konfliktní situace roli rozhodčího oceňovatele (Krabec, 2009).

### **2.5.3 Tržní hodnota podniku**

V současné době se o tzv. tržní hodnotě hovoří nejčastěji a bývá ztotožňována s cenou obvyklou, je tedy nutné věnovat pozornost koncepci tržního oceňování. Tržní koncepci ohodnocování podniku však nelze ztotožňovat s metodami oceňování (viz. Mařík, 2003, s. 18) vycházejících z tržních dat (srovnatelné transakce, srovnatelné podniky).

V oblasti oceňování je tržní hodnota vymezena v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS) nebo uzancemi. Krabec (2009, s. 118) upozorňuje, že právě uzance mnohdy přehlížejí ustanovení IVS a pojem tržní hodnota ztrácí svůj obsah i vypovídací schopnost. Jako příklad odkazuje na Maříka (viz. tamtéž), který uvádí: „Směnnou hodnotu jako pojem ekonomické teorie můžeme ztotožnit s pojmem tržní hodnota, který se používá v oblasti oceňování.“ Bohužel, tato citace zcela přesně vystihuje nežádoucí stav a současnou praxi v České republice. Směnnou hodnotou je totiž rozuměna cena na trhu, tj. tržní cena.

Zadavatel v praxi často poptává ocenění tržní hodnotou. To ale často vede k problémům a zbytečným nedorozuměním. Totiž odpověď na otázku: Co je to tržní hodnota?, není jednoduchá ani jednoznačná. Definice tržní hodnoty existuje celá řada (v každé literatuře je uváděna jinak) a čím volnější je vymezení tohoto pojmu, tím více se nabízí možností interpretace a možných výsledků.

My budeme vycházet z definice tržní hodnoty podle Mezinárodních standardů IVS 2000 (in: Mařík, 2003, s. 18): „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“.

Zazvonil (2008 in: Krabec 2009, s. 117) dodává, že „definice tržní hodnoty je veskrze promyšlená a předpokládá, že jakékoliv nesplnění třeba jediného požadavku

znamená, že se pak o tržní hodnotu nemůže jednat, ale že jde o některý z typů hodnot na netržní bázi, jak je uvádějí IVS, které tržní hodnotu od jiných typů hodnot velmi striktně rozlišují.“

**Hlavní atributy tržní hodnoty dle IVS (viz. Mařík, 2003):**

- Odhad ceny, která by byla dosažitelná na trhu
- k určitému datu,
- po dohodě mezi kupujícím a prodávajícím,
- kteří sledují racionální cíle,
- nejednají pod nátlakem,
- po dostatečném marketingovém zpracování trhu, které zajistí dostatečnou informovanost a spolu s tím přiměřenou konkurenci,
- bez ohledu na individuální vlivy a okolnosti na straně kupujícího i prodávajícího.

Tržní hodnota pro účely oceňování je tedy v podstatě referenční hodnota pohybující se v určitém hodnotovém intervalu k datu ocenění a jejímu stanovení, na jejímž základě je následně za podnik jako celek ochoten zaplatit odvozenou konkrétní tržní cenu průměrný nezávislý investor v nezávislé transakci, za obvyklých podmínek a na fungujícím a cenotvorném trhu (Petřík, 2009).

#### **2.5.4 Funkcionální koncepce**

O funkcionální koncepci ohodnocování se hovoří také jako o tzv. kolínské škole (viz. Mařík, 2007). Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Synonymem pro funkcionální v souvislosti s koncepcí ohodnocování je: funkce, účel nebo úloha. Funkcionální oceňování má tudíž blízko k praktickým potřebám a zároveň zachovává hluboké teoretické ukotvení.

Tím, že funkcionální koncepce staví na reálných základech, neztrácí ze zřetele ani nedokonalost skutečných trhů podniků. S tím souvisí také pozornost věnovaná konfliktům mezi subjektivními zájmy účastníků transakce. V praxi ČR přichází při prodeji podniku v úvahu omezený počet tvůrců trhu. Stávající vlastníci jsou na straně

nabídky a proti nim stojí strategičtí a finanční investoři, kteří se měli možnost o transakci dozvědět. To znamená, že neprobíhá obchod na anonymizovaném trhu podle standardizovaných podmínek a pro všechny stejných pravidel. Každý z účastníků přitom sleduje své vlastní cíle a preference, které z pravidla nejsou ve vzájemném souladu. Nelze opomíjet fakt, že trh prodáváného podniku, existuje pouze v okamžiku průběhu této transakce (Krabec, 2009).

Mařík (2003) rozděluje několik základních funkcí oceňování:

- Funkci poradenskou – poskytuje hraniční hodnoty pro rozhodnutí a vyjednávání.
- Funkci rozhodčí – výkon nezávislého oceňovatele, rozhodčího pro obě strany.
- Funkci argumentační – hledá argumenty, pro zlepšení pozice dané strany.
- Funkci komunikační – poskytuje podklady pro komunikaci s bankami a investory.
- Funkci daňovou – poskytuje podklady pro daňové účely.

Mařík (2007) zdůrazňuje, že zvláštní pozornost je třeba věnovat funkci rozhodčí, protože úkolem oceňovatele je nalézt výslednou hodnotu, která by určitým způsobem vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce. Není to tedy odhad nějaké obecné ceny. Jako příklad dokladuje, že v německy mluvících zemích se stala rozhodčí hodnota základem pro ohodnocení v případech podnikových transformací, např. fúzí.

## **2.6 Hlavní současné přístupy k oceňování podniku**

Přístup k ohodnocení a volba metody je závislá na funkcích, které si ocenění klade. Obvykle se využívají kombinace více druhů metod a vzájemně se porovnávají odlišné výsledky, ke kterým se dospělo.

Následující schéma systematizuje přehled hlavních současných přístupů, metod, technik a možných kvalifikací hodnot při ohodnocování podniku (Petřík, 2009):

### **1. Majetkové metody a ocenění**

- Účetní hodnota vlastního kapitálu v historických cenách,
- majetkové ocenění v tržních hodnotách,
- Substanční hodnoty reprodukčních cen,
- Likvidační hodnota

### **2. Výnosové metody a ocenění**

- Metoda diskontovaných peněžních toků DFC,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů (zisků),
- metoda ekonomické přidané hodnoty EVA a trhem přidaná hodnota MVA,
- kombinované výnosové metody (kombinace majetkového a výnosového ocenění),

### **3. Ocenění trhem**

- Přímé
  - Ocenění tržní kapitalizací
- Nepřímé
  - Ocenění na základě srovnatelných podniků,
  - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
  - ocenění pomocí veřejných nabídek firemních primárních emisí – burzovních analýz
  - ocenění na základě odvětvových tržních multiplikátorů

## **2.7 Metody majetkového ohodnocení**

Při majetkovém ocenění podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Jedná se o různé (účetní, tržní, reprodukční, ...) statické a tradiční ohodnocení majetku podniku, případně o potřebné náklady na znovu vybudování stejně užitečné společnosti jako celku v případě pokračování jejích provozních aktivit k datu ocenění. Výsledné ocenění

podniku jako celku (netto) se vypočítá po odečtení symetricky oceněných závazků (Mařík, 2003).

### **2.7.1 Metoda účetní hodnoty**

Tato metoda ocenění hledá odpověď na otázku kolik stálo pořízení majetku, vychází tedy z principu historických cen. Tento princip vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality. Přesto může představovat smysluplný nástroj, který poskytuje informace především pro ty analytiky, kteří věří tzv. vnitřní hodnotě. Výhodou je velká průkaznost získaného ocenění. V oceňovacích posudcích bývá většinou uvedeno alespoň jako výchozí hodnota. Ocenění vychází ze zásad účetnictví (Mařík, 2003).

### **2.7.2 Metoda substanční hodnoty**

Metoda substanční, nebo-li věcné hodnoty reaguje na nedostatky, které obsahuje účetní metoda, tzn. princip účtování v historických, resp. reprodukčních cenách. Těžiště metody spočívá v části aktiv, která označujeme jako stálá, věcná nebo fixní. Zejména zde se projevuje problém historických, resp. čistých reprodukčních nákladů. To vede případně k podhodnocení majetkových částí. Jde o majetkovou část, která je dlouhodobě v podniku vázána a vytváří kapacitu, jež je zdrojem tvorby užitných hodnot. Další složku pak tvoří oběžná aktiva u nichž jde prioritně o to, zda částky v účetnictví se vztahují k zásobám, pohledávkách nebo k jiným krátkodobým složkám majetku jsou schopny reálné přeměny v pohotové likvidní prostředky. V praxi dochází k individuálním přístupům přecenění znalcem, který stanoví tzv. koeficient prodejnosti nebo využitelnosti.

Odhadce pracuje nejen s aktivy, ale i s pasivy. Jde především o reálné vyjádření závazků, které z fungování podniku jako takového vyplývá. Odhadce musí vyjádřit i ty potenciální závazky, které sice účetnictví nepodchycuje, ale v případě realizace směny by znamenaly zatížení nákladů pro nového majitele podniku (Kislingerová, 2001).

Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů. Hodnota substance by měla odpovědět na otázku, kolik by musel investor zaplatit, kdyby měl podobný podnik

pořídít znovu. Hlavní akcent je přitom kladen především na užitnou hodnotu jednotlivých majetkových částí. Majetek podniku je zobrazen v účetním výkazu – rozvaze, který podle zákona o účetnictví je podnik povinen zpracovat jednou ročně.

### **2.7.3 Metoda likvidační hodnoty**

Specifickým majetkovým oceněním je likvidační hodnota podniku, kterou použijeme v případě, že neočekáváme ekonomické efektivní pokračování v činnosti, nebo má podnik omezenou životnost, případně je dlouhodobě ztrátová. V takovém případě neoceňujeme podnik jako jeden funkční celek, ale pouze jeho jednotlivé aktiva, které se v rámci likvidace co nejvýhodněji prodávají na dostupném trhu. Likvidační hodnotu ocenění se používá v případě, že převyšuje výnosové ocenění. Je to tedy odhad absolutně nejnižší dolní hranice ocenění podniku.

### **2.7.4 Shrnutí majetkových metod ohodnocení**

Metody ohodnocování založené na stavových veličinách zdůrazňují především majetkovou stránku podniku, na které pohlíží jednak z pohledu going-concern principů a jednak jako na určitý smysluplný celek, kapacitu. Rozlišují se celkem tři majetková ocenění – účetní hodnota, substanční hodnota a likvidační hodnota.

Ve srovnání s výnosovým oceněním je tato forma ocenění konzervativnější (substanční, majetková, tedy fyzická podstata podniku). Reflektuje existující a obvykle likvidní majetek podniku. Nepreferuje ne vždy jisté a v podstatě odhadované výnosy v budoucnosti. V praxi se může jednat například o tzv. dolní mez neboli aktivy zabezpečený obecný interval konečného souhrnného ocenění. Metody majetkového ohodnocení podniku se v Česku používají, nelze-li využít primární a základní výnosové ocenění (převážně metodou DFC) (Petřík, 2009, s. 302-3).

Nevýhoda účetní hodnoty spočívá ve vlastní funkci účetnictví a jeho hlavních principů. Substanční hodnota se snaží korigovat nedostatky, které provázejí účetní ohodnocení. Klade důraz na čisté reprodukční náklady, které by byly spojeny se znovu pořízením majetkové základny podniku (substance brutto). Zohledníme-li se ve výpočtu

stávající hodnotu dluhů, získáme přepočtenou hodnotu vlastního kapitálu, tj. hodnota substance netto. Substanční hodnota však neřeší ocenění nekvantifikovatelných nehmotných složek jako je goodwill, organizační struktura, pracovníci, vybudovaná síť odběratelů a dodavatelů apod. Proto zásadně platí, že substanční hodnota představuje dolní hranici, tj. za kolik je ochoten prodávající prodat (Kislingerová, 2001).

Krabec (2009, s.208) odkazuje na Mezinárodní oceňovací standardy (2007), které nepřipouštějí samostatné použití majetkového ocenění u ocenění trvale fungujících podniků, pokud to není zadáno objednateli ocenění. Výsledná interpretace odhadnuté hodnoty je zodpovědností oceňovatele.

## 2.8 Výnosové metody oceňování

Metody výnosového ohodnocení vychází především z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Základem rozhodování je současná hodnota budoucích výnosů pro investora, přičemž se předpokládá, že ten se chová racionálně, tzn. zvažuje náklady obětované příležitosti. Přesněji vystihuje citát Williama F. Sharpa (in: Kislingerová, 2001, s. 145) a sice, že „Investice je obětování dnešní jisté hodnoty ve prospěch budoucí nejisté hodnoty“.

Tyto přístupy, metody a techniky ohodnocování jsou založeny na odůvodněném a reálném předpokladu efektivně hodnotitelného a neomezeného trvání společnosti, který označujeme going concern. Tento termín je standardně používán i v mezinárodním finančním účetnictví a výkaznictví a účetních principech. Ty předpokládají podrobné zpracování strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu, který respektuje klíčové generátory hodnoty. Pracují se strukturovanými časovými řadami, jejichž dostupnost a věrohodná prognózovatelnost do budoucna je dále zásadně podmiňuje. V Česku je nejvíce rozšířen přístup a pohled diskontovaných cash flow (DFC), tedy i hlavní metoda diskontovaných volných hotovostních toků (FCF). Tu lze obvykle z hlediska transparentnosti a logiky ocenění doporučit jako preferovanou techniku při výnosovém ocenění (Petřík, 2009). „Pro zajímavost na Slovensku se výnosový přístup, případně metoda nazývají v oceňovatelské terminologii tzv. metoda podnikatelská, což plně vystihuje a opět vede k závěru, že znalec a oceňovatel je dnes chápán především jako osoba znalá podnikání, respektive i přímo jako expert na podnikání (tamtéž, s.303)“.

Krabec (2009, s. 206) odkazuje na implementační směrnici GN 9, Discount Cash Flow Analysis for Market Valuations and Investment Analysis (2007), která poskytuje definice a úpravu základních pojmů ve vztahu k ostatním částem standardů. Je zde také upozorňováno, že výsledky získané výnosovými metodami mohou být indikacemi tržní hodnoty.

### 2.8.1 Výnosové ocenění podniku pomocí DFC

Metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen DCF – discounted cash flow) má v současné praxi největší užití. Podstatou ohodnocování na základě uplatnění metod DFC je, že hodnota aktiv je odvozena od současné hodnoty budoucích peněžních toků.

Využívání těchto modelů je založeno na určitých zjednodušených předpokladech, které zaručují jejich použitelnost (Kislingerová, 2001, s. 157):

- Kapitálové trhy jsou efektivní,
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik musí trvale investovat do výše odpisů (going-concern princip).

**Mařík (2007) rozlišuje tři techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:**

- Technika FCFE (free cash flow to firm – entity) – metoda pracuje s volnými hotovostními toky směrem k vlastníkům a věřitelům kapitálu. Hovoříme o tzv. brutto hodnotě podniku, kdy používáme při tržním stanovení nákladů kapitálu techniku WACC. Oceňujeme a stanovujeme ekonomicky reálnou hodnotu firmy jako celku. Nejlépe tržní hodnotu vlastního jmění a cizího kapitálu (dluhů).
- Technika FCFE (free cash flow to equity) – bereme v úvahu pouze hotovostní toky směrem k vlastníkům kapitálu. Hovoříme o tzv. netto hodnotě podniku a používáme pak pouze tržní odvození nákladu vlastního kapitálu (equity). Oceňujeme a stanovujeme reálnou hodnotu podniku z hlediska vlastního jmění, tj. i vlastního kapitálu, z pohledu vlastníků kapitálu.
- Technika APV (Adjusted present value) – zjišťuje brutto hodnotu podniku jako celku v případě nulového zadlužení a v případě současných hodnot daňových úspor z úroku. V druhém kroku se odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto. Tato metoda je však v praxi velmi málo obvyklá.

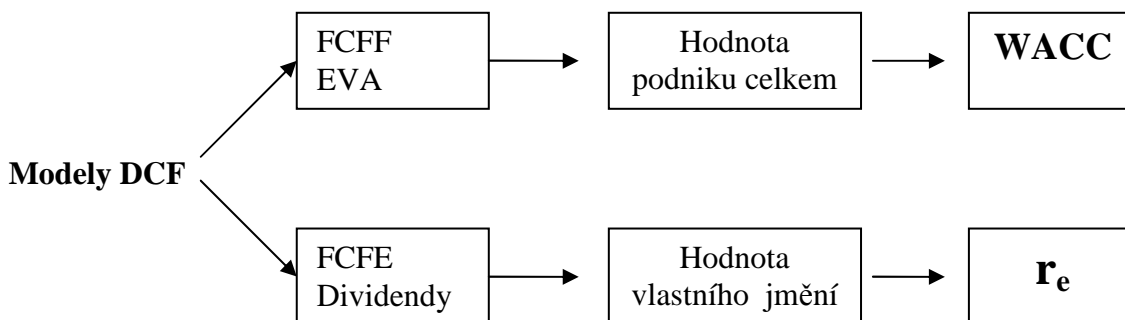
Pokud nejsou nebo nelze data o peněžních tocích odvodit přímo z trhu, například měsíční nájemné srovnatelných nebytových prostor, a jejich odvození vyžaduje, aby oceňovatel učinil určité předpoklady, nebude se jednat o odhad tržní hodnoty. V případě, že tyto výchozí předpoklady poskytne zadavatel, jedná se o kategorii investiční hodnoty, příp. o hodnotu užití, hodnotu trvalého pokračování podniku, hodnotu rozhodčí nebo hodnotu objektivizovanou podle toho, jakým způsobem a na základě jakých východisek činí tyto předpoklady sám oceňovatel. Ale i v případě odhadu netržních hodnot musí oceňovatel dodržet veškeré požadavky stanovené standardy IVS 2 (in: Krabec, 2009, s. 208).

### 2.8.1.1 Peněžní toky pro metody DFC

Je nutné utřídit si běžně používané postupy, tzn. vymežit peněžní tok pro vlastní ocenění a odvodit propočtovými technikami prognózy peněžního toku výnosovou metodou.

Z běžného finančního plánu zjistíme prognózy cash flow na úrovni: provozní, investiční, finanční a celkové. Pro potřeby oceňování však žádná z těchto variant není přímo použitelná. Je třeba určit kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je provozní peněžní tok. Je potřeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem bude volné cash flow.

Výběr peněžního toku se promítá ve vypovídací schopnosti výsledné hodnoty následujícím způsobem (Kislingerová, 2001, s. 160):



**Obr. 3: Modely DCF z pohledu budoucích výnosů**

kde: WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

$r_e$  = náklady vlastního kapitálu

**Modely pracující s FCFF** používají oceňovatelé v praxi všude tam, kde v době ocenění podniku lze pozorovat relativně vysokou finanční páku, která se v průběhu zahrnovaného období mění, a rovněž v této souvislosti lze očekávat zásadnější změny v diskontní míře. Toto je typické pro většinu českých podniků procházejících procesem restrukturalizace.

**FCFF** lze vypočítat podle následujícího vzorce (Kislingerová, 2001, s. 161):

$$\mathbf{FCFF}_t = \mathbf{EBIT}_t(1 - T) + \mathbf{ODP}_t - \Delta\mathbf{WC}_t - \mathbf{INV}_t$$

kde:  $FCFF_t$  = volný peněžní tok do firmy  
 $EBIT_t$  = provozní zisk před úhradou daní a úroků  
 $T$  = sazba daně z příjmů  
 $ODP_t$  = odpisy  
 $\Delta WC_t$  = změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky)  
 $INV_t$  = investice

Mařík (2003, s. 154) doporučuje upravit EBIT na tzv. korigovaný provozní výsledek hospodaření. Ten je v zásadě shodný s výsledkem hospodaření pro výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA), který je označován jako NOPAT (čistý operační zisk po dani) nebo NOPBT (čistý operační zisk před daní). Schéma výpočtu korigovaného provozního výsledku lze znázornit:

**Tab. 1 Výpočet korigovaného provozního VH**

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky) - Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem + Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem + Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku - Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
<b>= Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>

**Charakteristické znaky pro FCFF (Kislingerová, 2001):**

- Představuje výhradně provozní peněžní toky,
- vychází se z hypotézy financování vlastním kapitálem,
- diskontní míra na bázi průměrných nákladů kapitálu promítá vliv kapitálové struktury,
- výsledkem je ocenění firmy celkem.

**Modely pracující s FCFE** se v praxi používají tehdy, jestliže se jedná o podniky s ustálenou finanční pákou, tj. se stabilizovanou strukturou financování, jestliže

lze FCFE stanovit předem s potřebnou mírou spolehlivosti. Zvláště v podnicích, které nejsou obchodovatelné na kapitálovém trhu (například společnosti s ručením omezeným) a nevyplácejí dividendu, a rovněž tam, kde dochází k velkým odlišnostem mezi dividendou a FCFE.

**FCFE** vypočteme následovně (Kislingerová, 2001, s.137):

$$FCFE_t = \check{C}Z_t + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t$$

kde:  $\check{C}Z_t$  = čistý zisk po úhradě úroků a daní

$SPL_t$  = splátky úvěru

Rozdíl proti free cash flow pro firmu bez finanční páky spočívá v tzv. daňovém štítu z úroků, jenž vypočteme jako sazbu daně z příjmů násobenou úroky:

$$FCFE_t = EBIT_t(1-T) + ODP_t + t \times I_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t$$

kde:  $t \times I_t$  = daňový štít z úroků

**Charakteristické znaky pro FCFE** (Kislingerová, 2001):

- Peněžní toky zohledňují kapitálovou strukturu,
- diskontovaná míra je proto na bázi nákladů vlastního kapitálu,
- výsledkem je hodnota vlastního kapitálu.

### 2.8.1.2 Technika propočtu hodnoty podniku

Technikou propočtu jsou všechny postupy, jimiž přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Propočet metodou DFC entity je prováděn obvykle ve dvou krocích (Mařík, 2003, s. 156):

1. Určíme celkovou hodnotu podniku – tzn. výnosová hodnota investovaného kapitálu, diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku.
2. Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu – celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění.

K provozní hodnotě vlastního kapitálu pak přičteme hodnotu neprovozních aktiv.

Model, který pracuje s peněžním tokem pro firmu jako celek (v čitateli pracuje s FCFF), potom také diskontní míra musí odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak akcionáři. Diskontní míra bude stanovena pomocí modelu vážených nákladů kapitálu WACC (Kislingerová, 2001):

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

kde:  $FCFF_t$  = volný peněžní tok do firmy v čase t

WACC = vážené kapitálové náklady

t = jednotlivá léta fungování podniku

n = počet let fungování podniku

V případě, že se jedná o stabilní růstový model, pak lze využít vzorec:

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n}$$

kde:  $FCFF_1$  = volný peněžní tok na konci prvního období

$g_n$  = tempo růstu udržitelné do nekonečna

Model dvoufázového propočtu - hodnotu podniku lze vypočítat jako součet hodnoty podniku v první fázi a hodnoty podniku v druhé fázi:

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} (1 + WACC)^{-n}$$

Podle Maříka (2007) je v praxi nejpoužívanější metoda dvoufázová. Ta vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které lze vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze

obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období za druhé fáze se označuje pokračující hodnota. Při pochybách o dalším vývoji se doporučuje volit delší období první fáze, alespoň pět až sedm let, aby bylo možné předpokládat, že oceňovaná firma dosáhne určité stability svých obchodů.

#### **Předpoklady pro odhad pokračující hodnoty:**

- stabilizace základních parametrů, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty
  - zisková marže,
  - obrat kapitálu,
  - rentabilita kapitálu,
- konstantní růst podniku, stabilní míra investice,
- stabilizace výnosnosti nových investic.

#### **Parametry pro výpočet pokračující hodnoty:**

- Rentabilita čistých investic počítaná z přírůstkového zisku – odhad je vyvozen z minulého vývoje a z vývoje parametrů rentability v budoucnosti,
- Tempo růstu provozního výsledku hospodaření po upravených daních (g) – v delším časovém horizontu se bude tempo růstu většiny podniků pravděpodobně blížit tempu růstu celého národního hospodářství,
- Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních – vyvozuje se z finančního plánu zpracovaného pro první fázi,
- Kalkulovaná úroková míra – viz. dále.

#### **Techniky výpočtu pokračující hodnoty**

V literatuře je popsána řada způsobů odhadu pokračující hodnoty, ne všechny však můžeme považovat za stejně vhodné. Mařík (2007) popisuje možnosti určení pokračující hodnoty podle Gordonova vzorce (pracuje s diskontovanými příjmy), parametrického vzorce (založený na faktorech tvorby hodnoty) nebo vzorce věčné renty (s předpokladem nulového tempa růstu).

### Gordonův vzorec

Při odhadu pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce se předpokládá stabilní a trvalý růst peněžního toku. Gordonův vzorec je běžně používán pro oceňování akcií na základě dividend. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:  $T$  = poslední rok prognózovaného období

$g$  = odhad tempa růstu FCF během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra

Podmínka platnosti vzorce:  $i_k > g$

### Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Parametrický vzorec pracuje s vybranými faktory hodnoty:

- Tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPV) snížených o upravené daně,
- očekávaná rentabilita investice do provozně nutného majetku a pracovního kapitálu.

$$\text{Rentabilita investic } Ri = \frac{\Delta KPV}{\Delta I}$$

kde:  $\Delta KPV$  = přírůstek upraveného hospodářského provozního výsledku po daních

$\Delta I$  = přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce

$$\text{Pokračující hodnota } PH = \frac{KPV_{T+1} \left( 1 - \frac{g}{R_i} \right)}{i_k - g}$$

kde:  $KPV_{T+1}$  = upravený hospodářský výsledek po daních v prvním roce druhé fáze

Pozn. Tento výpočet se označuje jako parametrický vzorec.

### **Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech**

- Likvidační hodnota,
- substanční hodnota,
- tržní hodnota stanovená pomocí multiplikátoru P/E,
- tržní hodnota stanovená pomocí násobitele tržní cena/ účetní hodnota vlastního kapitálu,
- účetní hodnota.

**Tab. 2: Výsledná hodnota podniku**

Hodnota bruto (provozní)
- hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
<hr/>
= Hodnota vlastního kapitálu (provozní)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
<hr/>
= <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku</b>

*Zdroj: Mařík, 203, s. 168*

#### **2.8.1.3 Metody stanovení diskontní míry**

Diskontní míra tvoří významný prvek modelů DCF, který výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu ocenění. Její úlohou je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou míru investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí.

Odhad diskontní míry, v případě požadavku na tržní hodnotu, musí vycházet z dat daného trhu, tedy ze srovnatelných podniků na trhu. Správnost výsledku aplikace výnosových modelů je závislá nejen na správnosti stanovení diskontní míry, ale především na správnosti jejího přiřazení výnosu. Budoucí výnos (ať již ve tvaru FCFF, FCFE, dividendy nebo EVA), který je svázán s příslušnou mírou rizika, řídí výběr techniky propočtu. Každé nadhodnocení nebo podhodnocení diskontní míry má vliv na konečnou hodnotu. V zásadě platí, že v modelech DCF v závislosti na volbě čitatele musí být odpovídajícím způsobem stanoven jmenovatel. Při ocenění na bázi DCF entity, je třeba stanovit diskontní míru WACC, pokud oceňujeme na bázi DCF equity,

diskontuje pomocí požadované míry výnosu vlastního jmění, tedy nákladů na vlastní kapitál ( $r_e$ ) (Kislingerová, 2001).

### **Průměrné vážené náklady kapitálu WACC**

WACC pracuje jednak s úrokem – cenou za použití kapitálu věřitelů  $r_d$  (kde je zohledněn i faktor daní), a dále s požadovaným výnosem akcionářů  $r_e$ . Celkový výsledek je závislý také na struktuře kapitálu, tj. v jakém poměru používá podnik k financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál (Kislingerová, 2001).

$$\text{Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC} = r_d(1-t)\frac{D}{C} + r_e\frac{E}{C}$$

kde: WACC = průměrné náklady na kapitál

$r_d$  = úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál

$r_e$  = náklady na vlastní kapitál

$t$  = sazba daně z příjmů

$D$  = tržní hodnota úročených cizích zdrojů (debt)

$E$  = tržní hodnota vlastního jmění (equity)

$C$  = celková bilanční suma (value) =  $E + D$

Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky (Mařík, 2007):

- bankovní úvěry,
- dluhopisy (obligace),
- leasingové financování,
- jiné druhy úvěrů.

Do cizího kapitálu však nezahrnujeme neúročená pasiva. Typickým příkladem jsou krátkodobé závazky z obchodního styku. Tyto zdroje podnik využívá po dobu určenou dodavatelem na fakturách, aniž by za tyto zdroje musel platit.

**Postup při výpočtu WACC (Mařík, 2003):**

- Určení podílu vlastního a cizího kapitálu - východiskem budou u většiny společností účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu.
- Určení nákladů na cizí kapitál ( $r_d$ ) - náklady na cizí kapitál je nejvhodnější určit pomocí váženého aritmetického průměru cizích zdrojů z účetního výkazu rozvaha. Účelné je rozšíření cizích zdrojů o tzv. mimobilanční položky, které v rozvaze nenajdeme. Jedná se o komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky.
- odhad nákladů na vlastní kapitál ( $r_e$ ) – vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s investicí. Míra výnosu musí být v každém případě vyšší, než téměř bezrizikový výnos v bance nebo u státních dluhopisů. Pro odhad  $r_e$  můžeme použít různé metody:
  - Gordonův model - naráží v praxi na nedostatky, mezi které patří především stabilní růst dividend.
  - Model kapitálových aktiv CAPM (capital asset pricing model) patří především na vyspělých kapitálových trzích k často používaným modelům. Bývá často využíván především při oceňování veřejně obchodovatelných společností. Model CAPM stanovuje tzv. rizikovou prémii, která je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou.
  - Stavebnicová - jádro je opět velmi podobné modelu CAPM, avšak k základní složce bezrizikového výnosu jsou připočítány ještě další přírůstky vyjadřující určitý aspekt rizika. Ke každému riziku jsou přiřazeny dílčí elementy, které se vyhodnocují jako riziko *nízké*, *přiměřené*, *zvýšené* a *vysoké* a představují určitý násobek bezpečné (bezrizikové) sazby.
- Propočtení průměrných vážených nákladů kapitálu - dosazení vypočítaných hodnot do základního vzorce pro výpočet WACC.

## 2.8.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizace zisku je založena především na minulé výkonnosti podniku – na historické úrovni zisku. Podle této metody je možné odvodit hodnotu podniku

právě od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku. Základem by měla být časová řada 3 – 5 let zpětně. Model kapitalizovaných výnosů (nebo též čistých zisků) představuje nejjednodušší a základní model, jak lze přímo stanovit hodnotu podniku netto. V praxi však naráží na celou řadu těžkostí, pro které je nutno přistoupit k jeho korekci. (Kislingerová, 2001, s. 153).

Východiskem metody kapitalizace zisku je tedy upravený hospodářský výsledek po daních a po odpočtu placených úroků. Takto upravené hospodářské výsledky nazýváme čistými výnosy.

**Postup je obdobný jako u všech výnosových metod (Mařík, 2003):**

- Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku – nutnost velmi podrobně zanalyzovat výkaz zisků a ztrát, stanovit reálné výsledky hospodaření (VH) a dosáhnout kontinuity minulých a budoucích VH. Úprava VH o náklady a výnosy, které plynou z majetku provozně nepotřebného, jsou nepravidelné nebo jednorázové povahy, časově nesouvisejí s daným obdobím, popř. přiřadit náklady a výnosy v účetnictví opominuté.
- Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů - základem je opět finanční plán. Výši odpisů stanovujeme v závislosti na hodnotě racionalizačních, rozšiřujících a obnovovacích investic v jednotlivých letech.
- Odhad kalkulované úrokové míry - její výše je stanovena jako součet základní úrokové míry a rizikové přírážky. Dle odborné praxe by základní úroková míra měla vycházet z průměrné výnosnosti státních obligací. Riziková přírážka by měla zahrnovat faktory rizika obchodního, rizika kapitálové struktury i faktor případné nižší likvidnosti podniku.
- Vlastní propočet výnosové hodnoty – buď analytickou, nebo paušální metodou. Výnosová hodnota je stanovena diskontováním budoucích odnímatelných výnosů, které byly vypočteny na základě plánování budoucích VH. Tyto odnímatelné výnosy však nesmí ohrozit budoucí výnosový potenciál podniku. Za předpokladu trvalé existence podniku můžeme vzorec pro stanovení hodnoty podniku zapsat dle lit. následujícím způsobem:

$$\text{Hodnota podniku netto } H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t (1+i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}\check{C}}{i_k} (1+i_k)^{-T}$$

Kde:  $H_n$  = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu

$\check{C}V_t$  = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které jsme schopni odhadnout čistý výnos

T $\check{C}\check{C}$  = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra

**Zvláštní rysy metody kapitalizovaných čistých výnosů** podle Maříka, 2003, s. 240):

- Budoucí čisté výnosy se počítají ve stálých cenách platných v období ocenění. Pak i kalkulovaná úroková míra musí být určena bez složky, která odráží očekávanou inflaci.
- Budoucí čisté výnosy mohou vyžadovat vyšší investice, než by odpovídalo odpisům. V tomto případě pracujeme s předpokladem plného cizího financování těchto investic. Jeho výše se do čistého výnosu promítá pouze formou úroků z cizího kapitálu nutného pro financování investic.
- Metoda kapitalizace čistých výnosů vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku.
- Metoda kapitalizace čistých výnosů se vyznačuje snahou o objektivitu a opatrnost. Je kladen značný důraz na minulá, tedy prokazatelná data.
- Musí být splněna podmínka předpokladu dlouhodobé neohrožené existence podniku a dosahování minimálně trvalého čistého výnosu k rozdělení.

### 2.8.3 Modely založené na EVA

Ukazatel EVA (economic value added) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. EVA má využití nejen v oceňování podniku, ale hlavně v oblastech řízení podniku a hodnocení finančního zdraví. Je to v podstatě nástroj, který kombinuje výsledek hospodaření s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku. Odstraňuje přitom některé nedostatky klasických ukazatelů, které jsou založeny na mnohdy zkreslených účetních datech a nezohledňují důležité faktory jako riziko a čas.

Základní vzorec pro jeho výpočet je jednoduchý a obsahuje v sobě oproti tradičním indikátorům také časovou hodnotu peněz a riziko. Ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, který není na rozdíl od modelů DCF založen na cash flow. Principem je měření ekonomického, nikoliv účetního zisku. Ekonomický zisk podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Pokud podnik vykazuje kladný účetní zisk (snížený o placené úroky jako náklady na cizí kapitál), vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Nebo-li, pokud podnik sice dosahuje kladný účetní zisk, ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty (Mařík, Maříková, 2005).

Výpočet EVA lze tedy znázornit následujícím vzorcem:

$$EVA = NOPAT - WACC * NOA$$

kde: NOPAT = provozní hospodářský výsledek po zdanění

WACC = vážené kapitálové náklady

NOA = investovaný kapitál (operativní aktiva)

### 2.8.3.1 Použití ukazatele EVA jako nástroje pro ocenění

Ocenění podniku se neprovádí z pohledu podniku, ale z pohledu investora. Metodu EVA lze stejně jako metodu DCF aplikovat ve všech třech technikách EVA „entity“, „equity“ a APV. Ukazatel EVA má oproti metodám DFC tu výhodu, ukazuje případnou neefektivitu, ale i destrukci ve tvorbě ekonomické přidané hodnoty a je tedy v obecné rovině jako celek vhodný pro komplexní a systematické a efektivní řízení podniku.

**Tab. 3: Výpočet tržní hodnoty kapitálu při použití metod založených na EVA**

tržní hodnota operativních aktiv (provozně potřebných)
+ tržní hodnota neoperativních aktiv
- tržní hodnota závazků
<b>= tržní hodnota vlastního kapitálu</b>

Zdroj: Mařík, 2003, s.258

Tržní hodnota operativních aktiv je dána součtem čistých operativních aktiv (NOA) a tzv. tržní přidané hodnoty. Zde opět narážíme na problém termínu „tržní hodnota“, protože to by měla být hodnota, kterou můžeme získat na trhu. Z toho vyplývá velmi problematické stanovení takové hodnoty a významný vliv může sehrávat subjektivní faktor.

### **NOA v oceňovací metodě EVA**

Odvození provozně potřebných aktiv (NOA) primárně vychází z finanční rozvahy. Účetní aktiva převedeme na ekonomická aktiva a provedeme jejich tržní přecenění (například závazkové rezervy, leasing, ekonomické odpisy, nehmotná aktiva, atd.). Vyloučíme provozně nepotřebná aktiva k operativní činnosti (např. pozemky, budovy), včetně operací spojených s prodejem a všemi mimořádnými a nekontinuálními operacemi (Petřík, 2009).

### **Přizpůsobení provozního výsledku hospodaření (NOPAT)**

První zásadou pro určení NOPAT (net operating profit after taxes) je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti, položky a operace zahrnuty do NOA, musí být zahrnuty i do NOPAT. To znamená i do nákladů a výnosů, jejichž rozdílem NOPAT a přizpůsobený provozní výsledek hospodaření vzniká. Hlavní rozdíl je v tom, že NOPAT by měl navíc obsahovat i dopady úprav účetních dat na data ekonomicky správnější. (Petřík, 2009, Mařík, 2007).

### **2.8.3.2 Tržní přidaná hodnota MVA**

Tržní přidaná hodnota MVA (market value added) je současná hodnota budoucích EVA. MVA je tedy jakýsi provozní goodwill. Vztah mezi MVA a EVA lze vyjádřit tak, že EVA měří úspěch společnosti během minulého roku, zatímco MVA vyjadřuje pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. MVA má v případě této metody větší vliv na celkovou hodnotu podniku než hodnota vykázaných aktiv (Maříková, Mařík, 2005).

Výpočet MVA lze provádět dvěma způsoby (Mařík, 2007):

- Ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho NOA; čím větší budou NOA, tím menší bude (při jinak stejných podmínkách) EVA.
- Ex ante jako součastnou hodnotu budoucích operativních nadzisků EVA; velikost NOA nemá vliv na vypočtenou hodnotu podniku.

**Výpočet hodnoty podniku EVA Entity** (Mařík, 2003, s.259):

$$\mathbf{H_n} = \mathbf{NOA_0} + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left( \frac{\mathbf{EVA}_t}{(1 + \mathbf{WACC})^t} \right) + \frac{\mathbf{EVA}_{T+1}}{\mathbf{WACC}(1 + \mathbf{WACC})^T} - \mathbf{D_0} + \mathbf{A_0}}_{\mathbf{MVA}}$$

kde:  $H_n$  = hodnota vlastního kapitálu podniku netto

$EVA_t$  = EVA v roce t

$NOA_0$  = čistá operační aktiva k datu ocenění

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

T = počet let explicitně plánovaných EVA

$D_0$  = hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění

$A_0$  = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

**Výpočet hodnoty podniku EVA Equity** (Mařík, 2003, s.259):

$$\mathbf{H_n} = \mathbf{VK_0} + \sum_{t=1}^T \left( \frac{\mathbf{EVA}_t}{(1 + n_{VK})^t} \right) + \frac{\mathbf{EVA}_{T+1}}{n_{VK}(1 + n_{VK})^T} + \mathbf{A_0}$$

kde:  $H_n$  = výsledné ocenění vlastního kapitálu podniku netto

$EVA_t$  = EVA v roce t

$VK_0$  = hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění =  $NOA_0 - CK_0$

$VK_{t-1}$  = hodnota vlastního kapitálu ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku

$T$  = počet let explicitně plánovaných EVA

$n_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu

$A_0$  = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

## 2.8.4 Kombinované výnosové metody

Jsou to metody, které kombinují výnosové a majetkové ocenění. V praxi bývají označovány jako korigované výnosové metody.

### 2.8.4.1 Schmalenbachova metoda střední hodnoty

Metoda je označována jako metoda obchodníků a praktiků. Podstatou je, „že hodnota podniku je vytvářena jak výkony a statky do podniku vloženými, tak také budoucími výnosy“ (Kislingerová, 2001, s.237). Hodnota podniku je určena jako průměr výsledků propočtů výnosových a substančních hodnot založených na reprodukčních cenách (Mařík, 2003, s. 241):

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

kde:  $V$  = výnosová hodnota počítaná pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů

$S$  = substanční hodnota založená na reprodukčních cenách

V různých odvětvích má substanční hodnota různý význam a proto není vhodné používat jen prostý průměr. Doporučuje se diferencovat váhy pro obě počítané veličiny. Dále není možné průměrovat substanční hodnotu netto s výnosovou hodnotou celého podniku. Standardně se používají pouze hodnoty vlastního kapitálu.

Mařík (viz. tamtéž) dále upozorňuje, že „tuto metodu lze použít jen v případě, že výnosová a substanční hodnota se od sebe příliš neliší (rozdíl činí orientačně do 5 až 10 %). Potom lze výpočet chápat jako jakési vyrovnání nepřesností vzniklých při výpočtu“.

#### 2.8.4.2 Metoda vážené střední hodnoty

Podle Kislingerové (2001) je tato metoda v praxi velmi často využívána, protože kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin:

$$\text{Hodnota podniku } \mathbf{H} = v_1 \times S + (1 - v_1) \times V$$

kde:  $S$  = hodnota podniku stanovená substituční metodou,

$V$  = hodnota podniku stanovená výnosovou metodou,

$v_1$  = koeficient vyjadřující váhu substituční hodnoty.

#### 2.8.4.3 Metoda nadzisku, superzisku:

Tyto metody vychází z předpokladu, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Kapitalizovaný nadzisk nebo superzisk je definován jako rozdíl mezi ziskem, který vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku (Kislingerová, 2001).

Hodnota podniku při trvale dosahovaném nadzisku (superzisku):

$$\mathbf{H} = \frac{Z - i_k \times S}{i_{k2}}$$

kde:  $H$  = hodnota podniku,

$Z$  = trvale udržitelný zisk,

$i_k$  = kalkulovaný bezrizikový výnos,

$i_{k2}$  = výnosová míra,

$S$  = hodnota substance.

V případě, že odhadce zjistí jako nereálné nekonečně dlouhé trvání superzisku, je nutné vzorec modifikovat:

$$\mathbf{H} = S + \sum (Z_t - i_k \times S) \times (1 + i_{k2})^{-t}$$

## 2.8.5 Shrnutí výnosových metod

Výnosové metody na podnik pohlízejí jako na jakoukoli jinou investici, která slouží ke zhodnocení kapitálu. Oceňují tedy podnik dle užitku, který přinášejí majiteli. Tyto metody se nejvíce přibližují pohledu majitelů podniku, a proto jsou v podmínkách České republiky v praxi nejvíce používané.

Výnosové metody mají určitá úskalí, která mohou značně zdeformovat výslednou hodnotu ohodnocení. Jedna se především o správnou volbu hospodářského výsledku, ze kterého odhadce při svých výpočtech vychází, ale také o vysokou citlivost na přesnost odhadu tempa růstu, dále určení diskontní sazby a s ní související míry rizika. Tržní odvození parametrů má smysl jen pro konkrétní trh a platí pro jeho účastníky, kteří sami nemohou tyto parametry obecně ovlivnit. Toto pojetí je značně vzdálené tržnímu oceňování podniků v České republice, kdy diskontní míra je odvozena přes model CAPM a různě subjektivně upravována z dat kapitálového trhu (Krabec, 2009).

Model kapitalizovaných výnosů (nebo též čistých zisků) představuje nejjednodušší a základní model, jak lze přímo stanovit hodnotu podniku netto. V praxi však naráží na celou řadu těžkostí, pro které je nutno přistoupit k jeho korekci. Hodnota odhadnutá na základě metody kapitalizovaných výnosů by měla tvořit dolní hranici výnosového ocenění, protože nebere v úvahu růstové příležitosti podniku. Měla by tedy být nejnižší hodnotou odhadnutou na základě výnosových metod. Zejména v současné době rozkolísanosti a propadů ekonomiky nelze vycházet primárně z minulých hospodářských výsledků, bez zohlednění současného stavu a predikce budoucího vývoje.

Pro modely DCF entity, založených na FCFF nebo EVA je diskontní míra stanovena na bázi WACC, protože zobrazuje v kapitálové struktuře podniku – jak akcionáře, tak věřitele. Modely DCF equity založených na FCFE nebo dividendách je zastoupen pouze akcionář. Diskontní míra odráží pouze a výhradně míru výnosu pro akcionáře. Tato míra výnosu bude vždy vyšší než u WACC, protože obsahuje vyšší míru rizika.

Diskontní míra výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu ocenění. Její úlohou je především převést budoucí výnosy na současnost a zohlednit míru rizika spojenou s investicí. Každé nadhodnocení nebo podhodnocení diskontní míry má vliv na konečnou hodnotu.

Použití ukazatele a kritéria EVA pro potřeby ohodnocování vyhovuje současnému převládajícímu pohledu na oceňování a hodnotové řízení společností, kdy je preferován již zmiňovaný investorský pohled, preferující obecně tržní přístup. A to proto, že je schopna transparentně a logicky rozklíčovat nejenom současnou hodnotovou perspektivu a výkonnost firmy, ale i kolik takto pojaté tržní hodnoty je tvořeno současnými a vykazovanými aktivy podniku a kolik připadá na investorský goodwill. Zásadní výhodou ukazatele a kritéria EVA je i skutečnost, že je poměrně snadno a účinně kombinovatelný se současnými vůdčími technikami a metodami firemního řízení (např. MBO, BSC) a vhodně jej doplňuje a podporuje v celkové firemní komplexní hodnotové koncepci označované jako stakeholders a shareholders. Podle Petříka (2009, s. 372) je hlavní nevýhodou metody EVA v praxi zdlouhavé a pracné odvození NOA.

## 2.9 Metody založené na analýze trhu

Jedná se o metody a techniky odvozené přímo z trhu a jeho analýz založené na principu tzv. tržní analogie. Jde tedy o odhad ceny obvyklé, která byla v minulosti realizována na trhu při prodeji podobného podniku. Podmínkou však je dostatek v minulosti uskutečněných transakcí a omezený rozptyl vlastností prodávaného předmětu, které mají významný vliv na cenu. V praxi bývají tyto metody označovány jako tzv. relativní oceňování.

Petřík (2009) rozlišuje ocenění trhem:

- Přímé
  - Ocenění tržní kapitalizací
- Nepřímé
  - Ocenění na základě srovnatelných podniků,
  - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
  - ocenění pomocí veřejných nabídek firemních primárních emisí – burzovních analýz
  - ocenění na základě odvětvových tržních multiplikátorů

### 2.9.1 Ocenění tržní kapitalizací

Přístupy a pohledy kapitálového trhu a jeho širokých analýz i koncepce investičních analytiků nejsou v praxi pro věrohodné odvození tržní hodnoty společnosti jako funkčního celku dostatečné. Je vhodné k nim přistupovat jako k metodám, informacím a hodnotám spíše orientačním a podpůrným. To se týká všech metod označovaných jako tzv. ocenění trhem. Výpočet tržní kapitalizace je z hlediska jeho komplexních a dosažitelných vstupů obvykle zavádějící. Je to v obecné rovině především proto, že reflektuje nedostatečně všechny skutečnosti a souvislosti, které jsou nutné k řádnému a správnému ocenění společnosti jako celku. Tržní kapitalizace není racionální cena, za kterou by bylo možné oceňovaný podnik prodat jako celek na trhu (Petřík, 2009).

Tržní kapitalizací se obvykle rozumí součin vydaných akcií podniku a jejich aktuální ceny, což není samo o sobě vyjádřením tržní hodnoty podniku (Mařík, 2007).

## 2.9.2 Ocenění na základě srovnatelných podniků

Nepřímé odvození tržní hodnoty a následné určení tržní ceny podniku srovnáváním je pojímáno jako metody tržního srovnávání, nebo-li komparace.

Ocenění na základě srovnatelných podniků je metoda, kdy srovnáváme s jinými srovnatelnými podniky v případě, že je známá cena jejich obchodovatelných akcií nebo se srovnatelnými transakcemi, kde známe jejich realizační cenu. Při srovnávání posuzujeme a důkladně analyzujeme požadované znaky shodnosti, např. podnik ve stejném oboru, tržní podíl, úroveň produktů, velikost podniku a právní forma, struktura financování, technologie, výkonnost, perspektiva trhu, atd. Mařík (2007) doporučuje použít 5 až 8 srovnatelných podniků.

Tato metoda bývá velmi často využívána pro strategickou analýzu podniku. Vybrané podniky analyzujeme a stanovíme vhodné multiplikátory. Nejznámějším z nich je poměr P/E (Price/Earnings Ratio), tedy poměr mezi cenou akcie a ziskem na akcii (Petřík, 2009).

Existuje celá řada násobitelů a jejich vhodnost závisí vždy na konkrétní situaci (Mařík, 2003. s.270):

- Podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie:
  - Equity – hodnota vlastního kapitálu na akcii,
  - Entity – hodnota podniku jako celku na jednu akcii.
- Podle vyjádření vztahové veličiny:
  - výnosové násobitele - založené na EBIT, EBDIT nebo tržbách,
  - majetkové násobitele – účetní hodnota investovaného kapitálu.

Příklady multiplikátorů podle Kislingerové (2001):

$$\frac{P}{E}; \frac{value}{EBIT}; \frac{P}{CF}; \frac{P}{BV}$$

kde: P = tržní cena akcie,

E = čistý zisk,

CF = cash flow = čistý zisk + odpisy + změna rezerv

BV = účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii,

Value = tržní kapitalizace + úročené dluhy – finanční aktiva

### **2.9.3 Metoda srovnatelných transakcí**

Postup je obdobný jako u předchozí metody. Nyní ale počítáme násobitele na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době. V případě, že se nám podaří získat relevantní informace můžeme určit přímo hodnotu podniku jako celku. Nemusíme tedy přepočítávat hodnotu na akcii, ale násobitele vyjadřují hodnotu podniku jako násobek ukazatelů za podnik jako celek, např. EBIT, EBDIT, tržby, celkové hodnoty investovaného kapitálu (Mařík, 2007).

### **2.9.4 Ocenění pomocí tržních odvětvových multiplikátorů**

Tato metoda vychází z tržního porovnání srovnatelných podniků, dále z tržních násobitelů a z určitých vybraných stavových veličin (EBIT, EBITDA, CF, atd.). Tyto hodnoty násobíme relevantním tržním násobitelem (např. P/E), čímž odvodíme tržní hodnotu podniku.

### **2.9.5 Shrnutí relativních ocenění**

Metody založené na analýze trhu jsou jednodušší než metody výnosové, ale v našich podmínkách je jejich použití značně limitované. Jejich uplatnění je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatečnou datovou základnu. Rovněž není obvyklé ceny za prodeje podniku zveřejňovat a pokud se již k prodejním cenám dostaneme, nevíme zpravidla způsob stanovení ceny, resp. jaké výnosy a rizika byla při jejím stanovování kalkulována.

Metoda stanovení tržní hodnoty společnosti pomocí tržní kapitalizace je objektivně využitelná jen pro velmi malé množství aktivně obchodovaných podniků. A sice těch, u nichž lze věrohodně získat informaci, jaký má trh v daném okamžiku představu o obchodovatelné tržní ceně a navíc aktuálně obchodované kmenové akcie.

Při ocenění na základě srovnatelných podniků se v praxi můžeme setkat s určitými problémy u oceňování specifických aktiv, kdy je velice těžké nalézt srovnatelný podnik. Základním principem tohoto ohodnocení je zákon jedné ceny, tzn. podobná aktiva by měla být oceněna podobnou cenou.

U metody srovnatelných transakcí je postup obdobný jako u předchozí metody, ale počítáme násobitele na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době

V případě tržního ocenění pomocí tržních multiplikátorů má oceňovatel ulehčenou situaci tím, že se vyhne nejobtížnějším analytickým úskalím a pracným postupům spojených s předešlou metodou, jako je například výběr srovnatelných podniků z hlediska jejich výkonnosti a rizika a jejich objektivní porovnání s oceňovanou společností (Petřík, 2009).

### 3 ANALÝZA PROBLÉMU A SOUČASNÉ SITUACE

#### 3.1 Charakteristika podniku



**Logo:**

**Název:** CS EXPRES a. s.

U Cukrovaru 187

583 21 Slatiňany

**Rok založení:** 1992 jako spol. s r.o.

1996 změna na akciovou společnost

**Druh podnikání:** Zasilatelství

vnitrostátní silniční nákladní doprava

OKEČ: 60

**Počet středisek:** 20 + centrální překladiště

**Počet pracovníků:** 143 z toho 21 v řídicí funkci

**Vlastnická struktura:** 70% Benley Investments Limited

30% C.S. Cargo, a.s.

DOPLŇUJÍCÍ INFORMACE	2005	2006	2007	2008
Počet akcií v ks	960	960	960	960
Nominální hodnota akcie v Kč	10 000	10 000	10 000	10000
Průměrný počet pracovníků a.s.	92	108	110	143

Společnost CS Expres byla založena v roce 1992 jako spol. s r.o.. Jejím cílem bylo vytvořit systém expresní přepravy kusových zásilek. Bylo nutno zajistit síť středisek po ČR a SR, které podnikají v oboru zasilatelství – spedice. V roce 1996 se společnost transformovala na akciovou.

V současnosti systém CS Expres a.s. patří mezi 3 nejvýznamnější operátory kusových zásilek v České republice. Kusovou zásilkou je jak např. obálka s dokumenty, tak kartony s různým zbožím, výrobek bílé techniky nebo odlitek či balené potraviny na

paletě. K přepravě jsou přijímány zásilky, jejichž jednotlivé rozměry jsou limitovány délkou 400 cm, šířkou 200 cm, celkovou výškou (včetně palety, podstavce apod.) 200 cm a hmotností jednoho kusu 1500 kg. Zásilky neskladné a zásilky s menší měrnou hmotností, neumožňující zatížení 1 m<sup>2</sup> hmotností alespoň 200 kg, jsou k přepravě přijímány do objemu 25 m<sup>3</sup> a výpočet jejich přepravného se neřídí hmotností, ale objemem.

K přepravě se nepřijímá nedostatečně nebo oproti obchodním zvyklostem neobvykle zabalené zboží, zboží zvláštní ceny (např. peníze, poukázky, výrobky z ušlechtilých kovů, umělecké předměty), nepojištěné dokumenty mimořádné hodnoty, živá zvířata, listovní zásilky spadající pod poštovní výhradu a zboží podléhající předepsanému řízenému teplotnímu režimu.

Pokud si zákazník přeje přepravit zásilky, uvedené v předchozím odstavci, může každé oblastní středisko CS EXPRES takovou přepravu se zákazníkem projednat a zajistit, avšak mimo rámec standardní obchodní nabídky a za jiných cenových podmínek.

Českou republiku pokrývá 20 středisků, z nichž 9 patří akciové společnosti a 10 středisek spolupracuje na základě alianční smlouvy. Seznam středisek viz. Příloha č. 1.

**Obr. 4: Mapa atrakční oblasti středisek CS Expres, a.s.**



Zdroj: [www.csexpres.cz](http://www.csexpres.cz)

### 3.1.1 Hlavní produkty společnosti

Expresní přeprava zásilek od dodavatele k zákazníkovi, "od domu k domu", je provozována v těchto režimech ([www.csexpres.cz](http://www.csexpres.cz)):

- **MODUL "E"** - Základním modulem je expresní přeprava zásilek po celém území ČR s dodací lhůtou k doručení převzaté zásilky do 24 hodin. Dodací lhůta se počítá od 16.00 hod. dne, kdy byla zásilka převzata k přepravě, do okamžiku doručení.
- **MODUL "5"** - Stejným postupem jako v modulu "E" mohou být po celém území ČR přepravovány zásilky v modulu "5". Při přepravě zásilky v tomto režimu se dodací lhůta prodlužuje, tzn. že od převzetí zásilky k přepravě u odesilatele do jejího předání příjemci kdekoliv na území ČR uplyne nejvíce 5 pracovních dnů.
- **MODUL "R" + ostatní země** - Dodací lhůty při přepravách do zahraničí jsou stanoveny u každé jednotlivé relace do příslušné země a liší se dle místních podmínek.

Všeobecně pro přepravy do a ze zahraničí platí dodací lhůta do 24 hodin po ukončení celního řízení. U relace do a ze SR je celková dodací lhůta zpravidla do 2 pracovních dnů.

Pro všechny uvedené moduly platí, že dodací lhůta neběží v sobotu, v neděli a ve svátcích, kdy se ve 24.00 hod. předchozího pracovního dne přerušuje a pokračuje od 00.00 hod. následujícího pracovního dne.

### 3.1.2 Služby za příplatek

Dle potřeb zákazníka jsou k základní přepravě poskytovány za příplatek tyto služby:

- přeprava zásilek ADR (přeprava nebezpečných zásilek)
- Odpolední rozvoz
- Termínové dodání
- Dodání "na stůl"

### 3.1.3 Logistické služby

Pro zajištění specifických požadavků zákazníků nabízí komplexní služby:

- skladování zboží včetně operativní evidence

- rozdružování, třídění, sdružování zásilek
- balení dle možností
- distribuční činnost dle požadavků
- další služby dle dohody

Společnost vlastní certifikát kvality ISO 9001:2000.

## **3.2 Strategická analýza**

Strategická analýza představuje velmi užitečný, komplexní a systematický analytický postup. Je současně základním a neopomenutelným vstupem, konstrukčním krokem podmiňující fází celého oceňovacího procesu. Jejím hlavním cílem, zejména u výnosového ohodnocení, je určit a věrohodně potvrdit ziskový, hodnotový a komplexní výnosový potenciál oceňované firmy v dlouhodobém strategickém horizontu. Tento horizont je uvažován jako tzv. going concern princip. Strategická analýza poskytuje informace jestli má firma perspektivu a jaké jsou její předpoklady a zdroje (Petřík, 2009).

Strategická analýza musí obsahovat:

- Charakteristiku podnikání,
- Trh a tržní podíl,
- Konkurenci a její segmenty a formy,
- Ekonomické a hospodářské údaje,
- Odbyt, marketing, dodavatele a obchodní politiku,
- Provoz a výrobu,
- Pracovníky, management a řízení,
- Obchodní politiku a základní strategii.

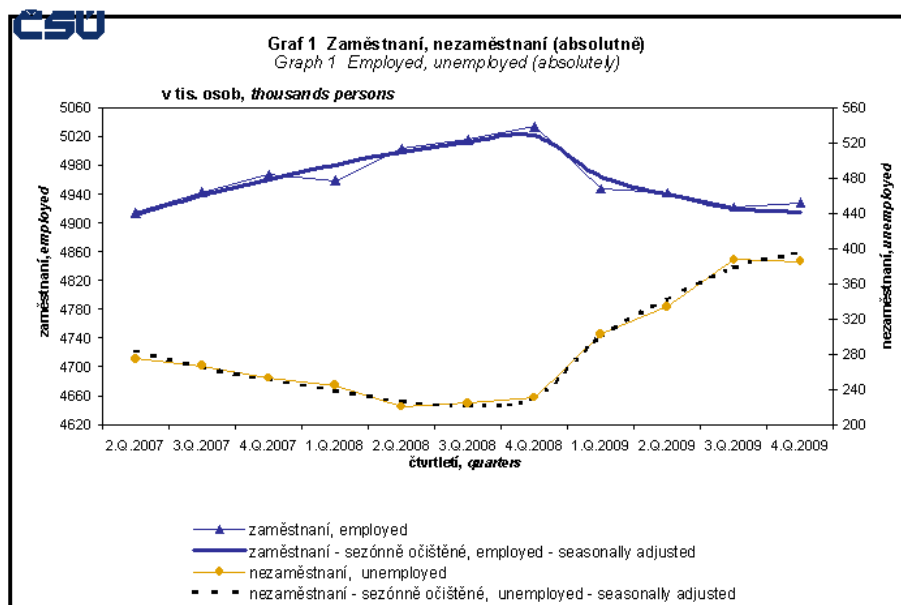
### **3.2.1 SLEPT analýza**

#### **3.2.1.1 Sociální faktory**

Klíčovým faktorem pro tvorbu a naplňování podnikových plánů a misí zajišťují v první řadě zaměstnanci. Ti svým každodenním kontaktem se zákazníky firmy

představují obraz a kulturu společnosti na veřejnosti. Přestože někteří pracovníci pracují ve firmě CS Expres již od jejího založení, je spousta těch, kteří přišli až později, jak se podnik rozrůstal a zvyšovala se potřeba pracovníků. I přes stále poměrně vysokou nezaměstnanost, firma má problém sehnat kvalitní pracovní síly na trhu práce.

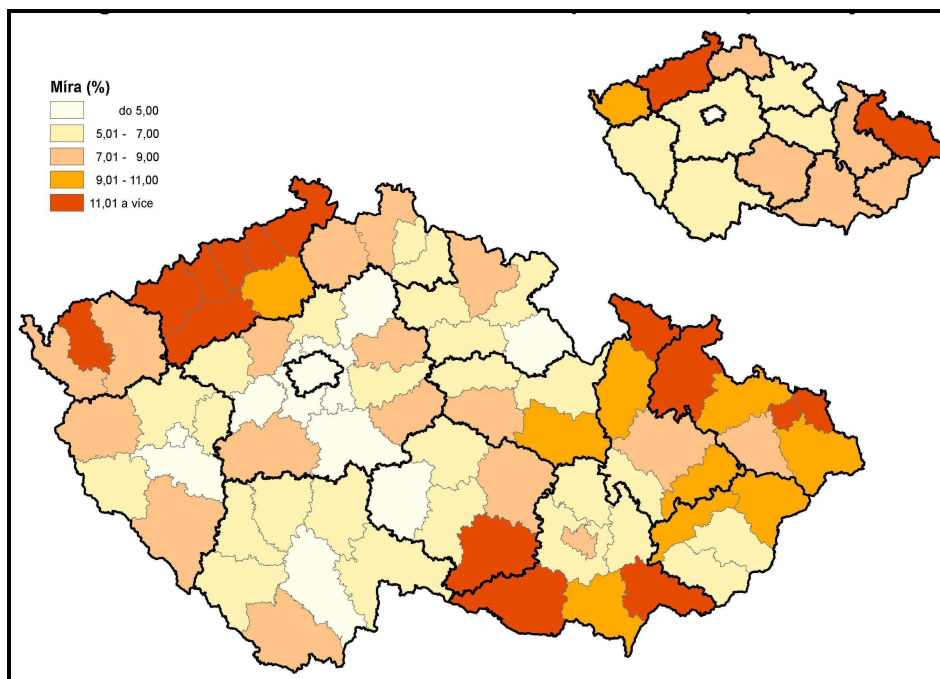
**Graf 1: Zaměstnanost a nezaměstnanost v ČR**



Zdroj: Český statistický úřad

Na grafu vidíme, že již ve čtvrtém čtvrtletí 2008 docházelo k masivnímu nárůstu nezaměstnaných souvisejících s utlumováním výroby nebo dokonce uzavírání podniků. Na grafu regionální nezaměstnanosti jsou patrné diametrální rozdíly mezi jednotlivými oblastmi. Tento vliv jednotlivých regionů pevně souvisí s nízkou nebo malou průmyslovou výrobou a ta zase úzce souvisí s vlivem na dopravní segment v daném regionu. Vidíme, že Morava, zejména severní, východní a dolní část, je na tom hůře než Čechy, kde se nejproblematictější jeví severozápad. Potřeba dopravní obslužnosti v těchto problematických lokalitách je velmi nízká a odpovídá i nižším tržbám středisek, které tyto sektory obsluhují. Prokazuje se tedy vazba mezi výší nezaměstnanosti a velikostí poptávky po službách.

**Obr. 5: Regionální nezaměstnanosti k 31.12.2008 podle krajů**



Zdroj: Český statistický úřad

### 3.2.1.2 Legislativní faktory

Provozování vnitrostátní a mezinárodní silniční nákladní dopravy je koncesovanou živností, a proto každý, kdo ji chce provozovat, musí vlastnit „Koncesi k provozování silniční dopravy nákladní“. Oblast dopravy je dále regulována množstvím dalších důležitých právních předpisů a nařízení, která ta vytváří bariery novým i stávajícím firmám:

- Občanský zákoník
- obchodní zákoník
- zákon o silniční dopravě č.111/1994 Sb.
- prováděcí vyhláška č. 478/2000 Sb., k zákonu o silniční dopravě, ve znění vyhlášky č. 281/2007 Sb.
- Zákon o provozu na pozemních komunikacích
- Vyhláška o výcviku a zdokonalování odborné způsobilosti řidičů silničních motorových vozidel
- vyhláška č. 522/2006 Sb., o státním odborném dozoru a kontrolách v silniční dopravě

Likvidace odpadů, jako jsou obalové materiály jsou řešeny smluvně s firmami, které se zabývají ekologickou likvidací. Tuto činnost poměrně často kontroluje odbor životního prostředí a v případě neplnění vládních nařízení při nakládání s odpady jsou ukládány vysoké pokuty.

Poměrně výrazným zásahem do činnosti dopravních firem je vládní návrh zákona o omezení jízdy kamionů. Schválením tohoto zákona by došlo k omezení provozu jeden pracovní den a tím samozřejmě narušení plynulosti toku zásilek a nemožnosti včasného doručení zásilek.

Další legislativní změnou je zpoplatnění užívání vybrané sítě dálnic a rychlostních silnic poplatky. Poplatkem za užívání se rozumí určitá částka, která se platí za využití zpoplatněné pozemní komunikace vozidlem podle počtu ujetých kilometrů. Tento způsob zpoplatnění silniční infrastruktury se nazývá mýtné, resp. výkonové zpoplatnění.

### **3.2.1.3 Ekonomické faktory**

Stav hospodářství a podmínky pro podnikání obecně odráží ukazatele reálné ekonomiky. Lze z nich vypočítat a odvodit potenciální možnosti trhu případně zhodnotit, zda výkonnost dané firmy odpovídá celorepublikovému průměru. Zejména pak oblasti dopravy jsou tyto údaje dosti přesné a vystihují vliv ekonomických cyklů na chod dopravních firem.

Z tabulky 4 je patrný sestupný trend meziročních změn všech zásadních ukazatelů reálné ekonomiky. Zejména je u výdajů na spotřebu a domácí realizované poptávky. To značí pokles výrobní a investiční činnosti, který je způsoben přímým dopadem ekonomické krize na jednotlivé podniky, ale také opatrností a vyčkávací taktikou firem, jichž se krize prozatím nedotkla přímo. Rovněž domácnosti výrazně omezily nákupy spotřebního zboží, což souvisí se strachem o ztrátu zaměstnání a snahou zvýšení svých finančních rezerv. Tyto projevy jsou zachyceny v položkách tržeb jednotlivých oborů, které jsou velmi silně spojeny s dopravní obsluhností. Vidíme silný propad v tržbách v odvětví průmyslu i stavebnictví, které tvoří hlavní zdroje příjmů v dopravě, čemuž odpovídá i hodnota meziročního snížení tržeb o více než 6,5%. Naproti tomu se zde objevuje zajímavý faktor, že v době krize došlo k navýšení cen u všech oborů vyjma zemědělství, kde meziroční propad o 50%. I společnost CS Expres

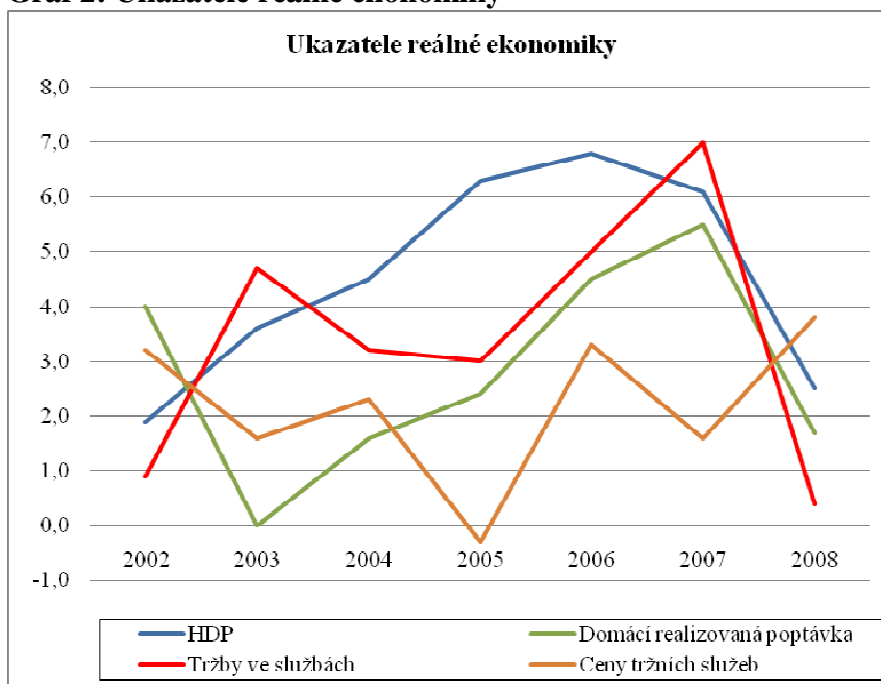
zvýšila své ceny cca o 15% k 1. lednu 2008. Nárůstu cenové hladiny odpovídá i výše průměrné míry inflace, která dosáhla hodnoty 6,3% v roce 2008. Rovněž stojí za povšimnutí, že ačkoliv klesala produktivita práce, jednotkové pracovní náklady se zdvojnásobily.

**Tab. 4: Ukazatele reálné ekonomiky ČR – meziroční změny**

Ukazatele reálné ekonomiky		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
HDP		1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5
Výdaje na konečnou spotřebu		3,5	6,3	0,9	2,6	3,9	3,7	2,8
Domácí realizovaná poptávka		4,0	4,8	1,6	2,4	4,5	5,5	1,7
Míra inflace		1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3
Souhrnná produktivita práce		1,6	4,7	4,3	5,2	4,9	3,3	1,7
Jednotkové pracovní náklady		3,7	3,1	1,5	-1,2	0,7	2,8	5,3
Tržby:	Průmysl	2,7	5,8	9,9	8,1	11,6	10,8	0,5
	Stavebnictví	-3,5	11,2	4,5	3,7	13,9	7,4	-1,1
	Služby	0,9	4,7	3,2	3,0	5,0	7,0	0,4
	Zemědělství	2,5	-5,5	0,0	8,0	-3,7	-6,6	-3,8
Ceny průmyslových výrobců		-0,5	-0,3	5,7	3,0	1,6	4,1	4,5
Ceny stavebních prací		2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	4,1	4,5
Ceny tržních služeb		3,2	1,6	2,3	-0,3	3,3	1,6	3,8
Ceny zemědělských výrobců		-9,5	-2,9	8,1	-9,4	1,1	16,5	8,8

Zdroj: ČSÚ, MPSV, MF

**Graf 2: Ukazatele reálné ekonomiky**



## Vývoj úrokových sazeb ČNB

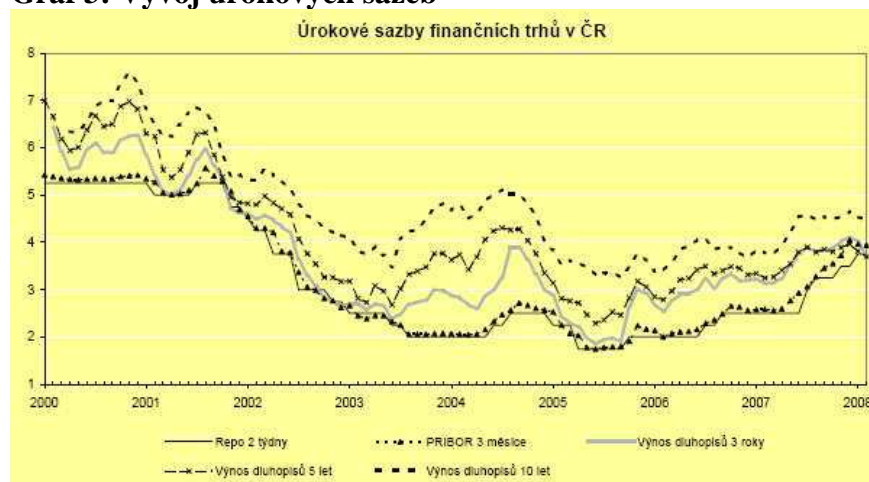
Česká národní banka stanovuje vyšší úrokové sazby, které mají zásadní vliv na úročení vkladů, ale především na výši úroků cizího kapitálu. Tzn. hodnotu celkových nákladů půjčených finančních prostředků, např. formou úvěru. Repo sazba je úroková sazba, za kterou odkupuje centrální banka od komerčních bank jimi eskontované směnky. Diskontní sazba je přesně o jedno procento menší než Repo a proto zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Prague InterBank Offered Rate, zkráceně **PRIBOR** je průměrná sazba, za kterou si banky navzájem jsou ochotny půjčit na českém mezibankovním trhu peníze (likviditu).

Tab. 5: Vývoj úrokových sazeb

úroková sazba	2006	2007	2008
REPO 2T	2,5%	3,5%	2,25%
PRIBOR	2,7%	4,1%	3,1%
Dluhopis 3 roky	3,1%	4,1%	3,7%

<http://www.cnb.cz>

Graf 3: Vývoj úrokových sazeb



<http://www.cnb.cz>

## Dopravní firmy

Zejména v dnešní době se projevuje velký tlak na snižování zásob u všech podniků, které má přímý vliv na cash flow, jež pro firmu znamená zcela zásadní prostředky likvidity. S tím souvisí nutná úzká spolupráce výrobních podniků na

dopravní firmy, které zajistí správné a včasné doručení potřebného zboží na místo určení. Přepравuje se téměř vše a jen minimum zboží zůstává na místě výroby. Podnikům se v současné době většinou nevyplatí mít vlastní dopravní oddělení z důvodů vysokých fixních nákladů a objednávají si spediční firmy, které vyřeší jednodušeji a levněji jejich logistické potřeby.

V tabulce 6 vidíme, že vliv krize se začal projevovat již v roce 2008. Objem přepravy v roce 2008 zaznamenal pokles zejména u silniční dopravy o 5%. Přepravní výkon u silniční dopravy se naopak zvýšil. To značí, že se převáží větší tonáž na kilometr. I tento parametr odpovídá situaci ve společnosti CS Express, když firmy v rámci úsporných opatření neposílají jednotlivé kusové zásilky samostatně, ale sdružují je do větších zásilek, čímž využívají výhodnější ceny placené za těžší hmotnost. Průměrná přepravní vzdálenost se zvýšila na 117 km. To rovněž reálně vypovídá o tomu, že firmy si na kratší vzdálenost řeší vlastní logistiku a zásilky si rozváží sami.

**Tab. 6: Mezioborové srovnání přepravních výkonů nákladní dopravy**

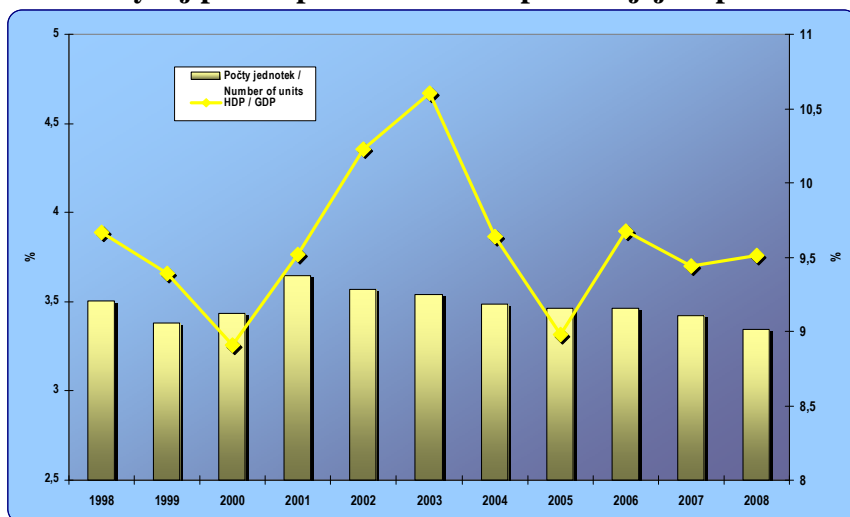
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b><i>Přeprava věcí celkem (tis. tun)</i></b>	<b>523 249</b>	<b>565 365</b>	<b>560 037</b>	<b>554 994</b>	<b>565 708</b>	<b>540 731</b>
Železniční doprava	98 255	88 843	85 613	97 491	99 777	95 073
<b>Silniční doprava</b>	<b>414 725</b>	<b>466 034</b>	<b>461 144</b>	<b>444 574</b>	<b>453 537</b>	<b>431 855</b>
Vnitrozemská vodní doprava	1 907	1 275	1 956	2 032	2 242	1 905
Letecká doprava	16	21	20	22	22	20
<b><i>Přepravní výkon celkem (mil. tkm)</i></b>	<b>58 946</b>	<b>63 459</b>	<b>61 397</b>	<b>69 304</b>	<b>67 463</b>	<b>69 528</b>
Železniční doprava	17 496	15 092	14 866	15 779	16 304	15 437
<b>Silniční doprava</b>	<b>39 036</b>	<b>46 010</b>	<b>43 447</b>	<b>50 369</b>	<b>48 141</b>	<b>50 877</b>
Vnitrozemská vodní doprava	764	409	781	818	898	863
Letecká doprava	38	46	45	47	41	37
<b><i>Průměrná přepravní vzdálenost celkem (km)</i></b>	<b>112,7</b>	<b>112,2</b>	<b>109,6</b>	<b>124,9</b>	<b>119,3</b>	<b>128,6</b>
Železniční doprava	178,1	169,9	173,6	161,8	163,4	162,4
<b>Silniční doprava</b>	<b>94,1</b>	<b>98,7</b>	<b>94,2</b>	<b>113,3</b>	<b>106,1</b>	<b>117,8</b>
Vnitrozemská vodní doprava	400,8	320,5	399,1	402,6	400,7	452,8
Letecká doprava	2 350	2 156	2 296	2 142	1 887	1 806

Zdroj: Ministerstvo dopravy ČR

## Hrubý domácí produkt

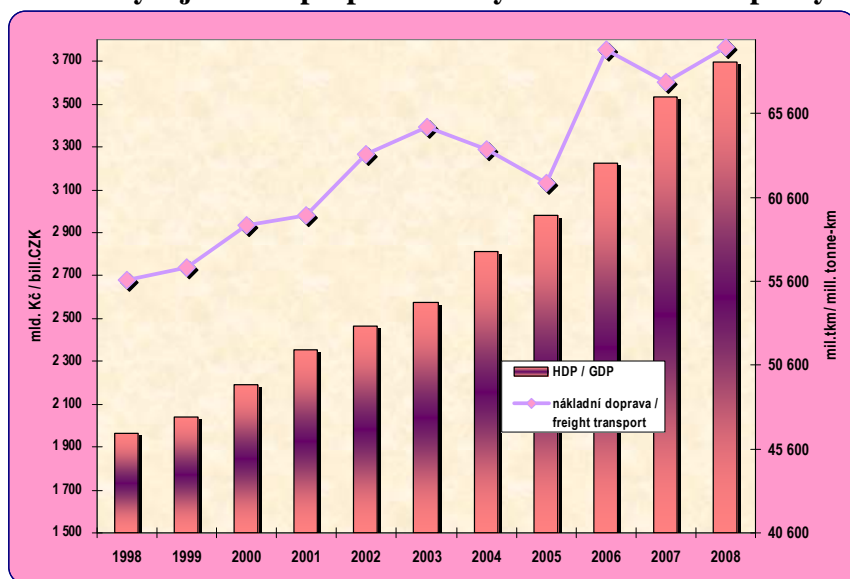
Hrubý domácí produkt (HDP) představuje souhrn hodnot přidaných zpracování ve všech odvětvích činností považovaných v systému národního účetnictví za produktivní (tj. včetně služeb tržních i netržních).

**Graf 4: Vývoj podílu počtu firem v dopravě a jejich podíl na tvorbě HDP**



Z celkového počtu firem v ČR je zhruba 3,5% v dopravě. Z grafu 4 je patrné, že se v roce 2008 snížil tento poměr o 0,1%, ale nepatrně vzrostl podíl dopravy na tvorbě DPH na hodnotu 9,5% (3700 mld. Kč). Domníváme se, že tento meziroční vývoj HDP byl ovlivněn především výrazným poklesem hrubé přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu, který se potýkal s odbytovou krizí a tím vyššího podílu dopravy na HDP.

**Graf 5: Vývoj HDP a přepravních výkonů nákladní dopravy**



Zdroj: Ministerstvo dopravy ČR

Graf 5 dokládá vztah mezi růstem HDP a růstem nákladní dopravy. Pokles nastal pouze v roce 2004 a 2005, ale byl následován mohutným nárůstem v následujícím roce. I v posledním sledovaném roce došlo růstu přepravních výkonů, viz. tabulka 6.

Otázkou zůstává, kolik peněz se do dopravy vrací ve formě budování nových a opravování starých silnic a dálnic. Z vlastní zkušenosti víme, v jak špatném technickém stavu jsou české silnice, zejména po zimě. Poničené silnice zvyšují náklady na opravy vozového parku více, než z běžného provozu. Často také může být špatný stav vozovky důsledkem dopravních nehod.

## Daňový systém v České republice

### Přímé daně

- Daň z příjmu fyzických osob - daň ze základu daně sníženého o nezdánitelnou část základu daně a o odčitatelné položky od základu daně zaokrouhleného na celá sta Kč dolů činí 15 %. Daní jsou zatíženy příjmy zaměstnanců a osob samostatně výdělečně činných. Daň zaměstnanců je strhávána zaměstnavatelem, osoby samostatně výdělečně činné platí zálohy a každoročně podávají daňové přiznání s vyúčtováním daně z příjmu. Dividendy a úrokové příjmy jsou zdaněny 15 % srážkovou daní.
- Daň z příjmu právnických osob je stanovena ve výši 21 %. Právnické osoby platí zálohy daně a následující rok podávají daňové přiznání s vyúčtováním daně z příjmů.

**Tab. 7: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob**

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
34%	28%	26%	24%	24%	21%	19%

Zdroj: <http://www.az-data.net>

- Daní z nemovitosti jsou zatíženy pozemky a budovy. V případě pozemků je základem daně buď výměra pozemku nebo cena pozemku. Sazba daně závisí na kvalitě pozemku, jeho umístění a na způsobu jeho využití. V případě staveb je základem daně zastavěná plocha, sazba závisí na užití stavby. Zdaňovacím obdobím je kalendářní rok.

- Silniční daní jsou zatížena pouze vozidla, která jsou používána nebo určena k podnikání. Vozidla používaná výlučně pro osobní potřeby jsou od daně osvobozeny. Sazby daně jsou stanoveny jako pevně dané roční částky. V případě osobních vozidel závisí výše daně na zdvihovém objemu motoru vozidla, zatímco v případě nákladních vozidel na počtu náprav a celkové hmotnosti.
- Zákon stanoví také zvláštní poplatek za užívání dálnic a silnic I. třídy, který jsou povinna platit všechna osobní vozidla užívající dálnice a mýtné u nákladních aut nad 7,5 tuny za užívání dálnic a silnic I. třídy.
- Zákony a vyhlášky stanoví také řadu správních a místních poplatků.

### **Nepřímé daně**

- Daň z přidané hodnoty je harmonizována s příslušnými předpisy Evropské unie. Podléhá jí naprostá většina zdanitelného plnění v České republice i zboží z dovozu. Základní sazba daně v roce 2008 byla stanovena ve výši 19 % a snížená sazba ve výši 9 %. Většina zboží a služeb podléhá základní sazbě daně. Do snížené sazby jsou zařazeny např. potraviny, léky, tiskoviny, hromadná pravidelná osobní doprava, pohřební služby, vodné a stočné, kulturní činnosti, ubytovací služby, stavební práce pro účely bydlení a pro sociální výstavbu a dodávky tepla.
- Povinnost registrace je stanovena osobám, jejich roční obrat přesáhl 1 milion Kč. Daň je placena měsíčně (pokud roční obrat přesáhl 10 mil. Kč) nebo čtvrtletně.
- Finanční služby jsou od daně osvobozeny. Vyvážené zboží je od daně z přidané hodnoty osvobozeno s tím, že vývozce má nárok na uplatnění daně na vstupu.

**Tab. 8: Vývoj sazby daně z přidané hodnoty**

<b>Období</b>	<b>Základní sazba</b>	<b>Snížená sazba</b>
1.1.1993 – 31.12.1994	23%	5%
1.1.1995 – 30.4.2004	22%	5%
1.5.2004 – 31.12.2007	19%	5%
1.1.2008 – 31.12.2009	19%	9%
od 1.1.2010	20%	10%

Zdroj: [www.berne.cz/danova-teorie/vyvoj-sazeb-dph-v-cr](http://www.berne.cz/danova-teorie/vyvoj-sazeb-dph-v-cr)

- Ostatní nepřímé daně zahrnují například poplatky za znečištění vzduchu či vody a poplatky za odpad ([www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)).

#### **3.2.1.4 Politické faktory**

Politická situace v ČR není příliš stabilní. Z politického hlediska je patrný vliv předkládání zákonů a novel týkajících se našeho oboru dopravy a také samozřejmě úpravy sazby daně z příjmů fyzických i právnických osob a spotřební daně, která má vliv na výši pohonných hmot. Právě ve vnímání a přístupu k podnikatelskému prostředí je zásadní rozdíl mezi dvěma nejsilnějšími politickými stranami. V úvahu je třeba brát také rozdíly přístupu k otázkám personálním a sociálním.

Jako zásadní vidíme neustálé měnění zákonů a vydávání novel zákonů, kde zejména v oblasti účetnictví se tyto změny projevují velmi negativně ve smyslu neustálých změn nastaveného systému. Několik let se projednává návrh, který by usnadnil a zjednodušil podnikatelům vyřízení (v současnosti velmi nepřehledné a složité agendy) potřebných formalit z jednoho místa a najednou. Tedy neobcházet několik institucí, ale komunikovat prostřednictvím Czech pointů.

Zejména v době hospodářské recese firma by firma ocenila usnadnění některých zbytečně náročných administrativních úkonů a různé možnosti odpočtů nákladů pro stabilizaci a další rozvoj své činnosti.

Neexistuje žádná vládní či státní podpora podnikání v nákladní dopravě. Není možné získat žádné dotace ze strukturálních fondů pro dopravní firmy na jejich rozvoj.

#### **3.2.1.5 Technologické faktory**

Automobilový průmysl je jeden z nejvíce se rozvíjejících oborů a je na něj navázáno velké množství dalších oborů, které na tomto participují ať už se jedná o vývoj nebo výrobu dílů. V současné době jsou kladeny stále vyšší nároky na bezpečnost, kvalitu a moderní technologie. S tím souvisí i další potřeba služeb, protože například stará vozidla se dala opravovat v garáži s „kladivem a šroubovákem“, ale dnešní moderní vozy musí splňovat přísné ekologické limity Euro IV, obsahují digitální tachografy a motor je řízen počítačovou jednotkou. Takové vozidlo v případě poruchy v podstatě není možné opravit bez odborného zásahu servisního technika, který rozhodně není levný. Technologie v posledních dvaceti letech jde mílovými kroky

nezadržitelně kupředu, je třeba se nejen přizpůsobit, ale především vidět v tom příležitost pro získání nových zákazníků.

Společnost CS Expres samozřejmě také využívá nejmodernější technologie. Jde především o systémy nutné k provozování tohoto druhu podnikatelské činnosti. Zde je důležité zmínit zavedení nového moderního informačního systému LODIS (platforma ORACLE, technologie CITRIX). S tím souvisí výrazné zkvalitnění uživatelského využití pro zaměstnance, ale i management řízení. Systém perfektně umožňuje evidenci a sledování zásilek prostřednictvím čárových kódů. Všechna střediska jsou propojena online a komunikace probíhá většinou elektronicky.

Dále se jedná o manipulační a technické prostředky sestávajících z různých druhů (evidence HIM):

- Rudle a nosiče zásilek,
- Paletové a vysokozdvížené vozíky,
- Váhy a kontrolní systémy,
- Fóliovací a balící zařízení,
- Čtecí zařízení na čárové kódy.

Vozový park společnosti je složen z vozidel uzpůsobených pro přepravu zásilek:

- Tranzity a dodávková vozidla,
- nákladní vozidla do 3,5 tuny a do 7,5 tuny,
- tahače a návěsy.

Samozřejmostí je péče o zaměstnance a jejich vybavenost ochrannými pracovními pomůckami.

## **3.2.2 Porterova analýza**

### **3.2.2.1 Dodavatelé**

- Jako přepravce pouze poskytujeme službu. Tzn. dodavateli jsou pouze vstupy v podobě energií, pohonných hmot. Tyto položky není možné ovlivnit a není možno o nich smlouvat. Je třeba být připraven na možné výkyvy zejména u pohonných hmot.

- Vzhledem k tomu, že většina středisek je v pronajatých areálech, je třeba být připraven na tlak vlastníků nemovitostí na možné zvýšení nájmu.
- Často se řeší opravy strojů a vozidel, která jsou realizována formou služeb. Nemáme vlastní servis. Smluvní ceny s vytipovanými servisními místy.
- Dále můžeme považovat za dodavatele řidiče, kteří jsou převážně OSVČ s vlastním vozidlem pracují na smlouvu a samozřejmě vlastní zaměstnanci.
- Vyjednávací síla dodavatelů slábne, rostou náklady na provoz.

### **3.2.2.2 Kupující**

- Vlastní zákazníci firmy, kteří objednávají službu – prevoz zásilky, skladování nebo jiné logistické služby dle naší nabídky.
- Objednavateli jsou v drtivé většině výrobní podniky nebo montážní mezisklady, kterým zabezpečujeme distribuční kanály na základě dlouhodobých smluv. Menší část zákazníků jsou jednotlivci, kteří potřebují jednorázově přepravit své zboží.
- Novým významným trendem jsou internetové obchody.
- Potvrzuje se Paretovo pravidlo 80/20. Tedy 80% tržeb dělá 20% firem.
- V současné světové krizi je citelný trend zpoždování úhrad zákazníky o průměrně 15 – 20 dní, tzn. výpadky v cash flow firmy.
- Dále opatrnost v objednávkách, kumulace objednávek (dříve volali každý den pro třeba 5 zásilek, dnes volají 2x týdně a zásilky sdružují)
- Kupující jsou často loajální, velmi citliví jsou ovšem na cenu, kontinuální kvalitu a včasnost dodávek jejich zboží.
- Firma spoléhá na svou dobrou pověst a dlouhou tradici. Nicméně vlivem krize dochází k přetrhávání kontaktů s expedienty v podnicích, kteří jsou buďto propuštěni nebo pod vlivem úsporných opatření nemohou objednávat jako dříve.
- Firma CS Expres je 3 největší přepravní společnost na trhu v ČR. Její specifičnost je především ve variabilitě poskytovaných služeb a přepravovaných zásilek. Může přepravit zboží od obálky do 3 tun. Jediná podmínka je dobrá manipulovatelnost, protože zboží se celkem 7x přeloží než dojde k příjemci.

### 3.2.2.3 Konkurence v odvětví

- Největším konkurentem na trhu je Toptrans, který poskytuje totožný rozsah služeb na stejném principu. Má rovněž podobné ceny, ale je cca o 5% dražší.
- Dále je to nadnárodní Německá společnost Geis (Global parcel), která se podbízí zákazníkům dumpingovými cenami. Při jednání s nejloajálnějšími klienty je zjištěno, že je právě tato společnost přesvědčuje extrémně nízkými cenami. Jejich nevýhoda ovšem spočívá v tom, že nemají kvalitní a hustou síť regionálních středisek, tak jako CS Expres a tím dochází k prodlevám v dodání zboží. Naopak jejich výhodou je lepší vozový park.
- Společnosti Čechofracht a DHL nabízejí sice obdobný produkt, ale tím že operují po celém světě a nespecializují se jen na ČR mají vyšší ceny cca o 20%. To už je poměrně značný rozdíl a konkurenční výhoda CS Expresu specializujícím se na podmínky českého trhu.
- Balíkové firmy DPD, PPL, UPS, FedEx a Česká pošta představují hrozbu pouze určitého segmentu trhu, protože jejich systém přepravy umožňuje manipulaci balíků pouze do 50 kg. Naproti tomu, jejich ceně nelze konkurovat, protože nízké ceny jim umožňují obrovské objemy.
- V roce 2007, došlo k extrémnímu nárůstu pohonných hmot až na 35,- Kč/litr nafty se CS Expres dlouho neodvážil zvýšit ceny přepravy, protože vyčkávala i konkurence, která by kompenzace ceny mohla zneužít přetažením zákazníků. K tomuto kroku bylo přistoupeno až poté, co firma PPL zavedla palivový příplatek dle váhy zásilky. Necelý týden po našem zavedení přírážky zdražil i největší konkurent Toptrans. Prokázalo se, že pro všechny zvýšení ceny nafty bylo drastické a potíže s nárůstem PHM měli všichni.
- V každém regionu operují řidiči OSVČ, kteří operují samostatně, tzn. bez spolupráce se spedičními firmami a snaží se získávat zakázky různými způsoby. Pro drtivou většinu stávajících klientů CS Expresu je tento způsob neefektivní, protože je jim kalkulována cena tam i zpět a náklady výrazně převyšují naši nabídku. Pro zákazníka může být jejich služba vhodná pouze na kratší vzdálenosti a po dohodě účtování pouze jedné cesty.
- Nová konkurence, která by chtěla vstoupit na trh se stejným produktem, tedy přepravou zásilek po ČR a SR do 24 hodin by musela investovat velmi vysoké

částky v řádech desítek milionů do rozjezdu regionálních středisek a centrálního překladiště. Nejsložitější je ale získání zákaznické struktury. Firmy jsou již obezřetné a zvažují, komu dají svůj produkt, aby například dopravce svým špatným přístupem nepoškodil jejich jméno. Vstup nového konkurenta se jeví, jako málo pravděpodobný.

- Z důvodu potřeby erudice zaměstnanců a malým maržím v tomto oboru se domníváme, že není pro další firmy vstup na tento trh zajímavý. Poptávka zákazníků je již dnes dostatečně saturována.

#### **3.2.2.4 Substituční výrobky**

Substituty představují jiné druhy dopravy – vlak, letadlo, kolo, motorka, kurýr. Pro daný obor činnosti vychází jakýkoliv substitut velmi negativně. Vzhledem k tomu, že se jedná se o specifické zásilky, možnost přizpůsobení nákladky potřebám zákazníka, rychlost doručení a nízké náklady, je nákladní silniční doprava těžko nahraditelná.

### **3.2.3 SWOT analýza firmy**

#### **3.2.3.1 Silné stránky**

- Dlouholeté zkušenosti
- Velký podíl na trhu
- Optimální pokrytí oblastními středisky
- Dobrá pověst silné a spolehlivé společnosti
- Moderní technologie a informační systém
- Velmi dobré technické vybavení a zázemí
- Možnost sledování pohybu zásilek
- Kvalifikovaní dispečeri a vedoucí pracovníci středisek

#### **3.2.3.2 Slabé stránky**

- legislativní omezení činností
- Kapacita centrálního překladiště na hranici maxima
- Nedostatečné skladové prostory některých středisek
- závislost na kapacitě dopravních cest i dopravních prostředků

- závislost na rozvoji výroby a ekonomické situaci dané oblasti
- Problémy se získáváním nových pracovníků
- Nedostatečné procesy školení a vzdělávání klíčových pracovníků
- Systém nemá jediného majitele (ovládá pouze 9 středisek)
- Nejednotná prezentace obchodní značky (alianční partneři vystupují za sebe)

### **3.2.3.3 Příležitosti**

- Možnost získání většího podílu na trhu
- Vstup na nové trhy a oslovení nových zákazníků
- Časté chyby konkurence v poškozování přepraveného zboží
- rozšíření skladových prostor některých středisek
- zvýšení kapacity centrálního překladiště
- Snižování provozních nákladů
- Aktivace marketingového mixu a PR

### **3.2.3.4 Hrozby**

- Vysoká konkurence v oboru
- Celosvětová ekonomická krize
- Nesolventnost odběratelů a dodavatelů
- Prodlužování doby splatnosti pohledávek
- omezení jízdy kamionů – výrazný zásah do činnosti firmy
- Omezení vjezdu nákladních aut (pěší zóny, časové limity)
- pokles poptávky v budoucích letech
- Nevhodné chování a neochota zaměstnanců k zákazníkovi
- Nesplnění smluvních vztahů a pozdní dodání
- Poškození přepravovaných zakázek
- Ztráta důležitých dat, zákazníků

## **3.2.4 Balance scorecard**

Jednou z nejdůležitějších schopností podniku je umění převést strategii do běžné činnosti. Každé středisko by mělo mít vlastní strategické plány. V praxi je prakticky

nereálné dosažení stejných výkonů všech středisek, protože se zde projevuje řada různých faktorů popsaných výše ve SLEPT analýze a Portrově modelu pěti sil. Strategie by proto měl navrhnout manažer, který se orientuje v oboru a zná co nejlépe potřeby jednotlivých středisek a možnosti daných regionů.

#### **Finanční perspektiva:**

- Zlepšení hospodářských výsledků podniku
- Sledování poměrových ukazatelů (viz. finanční analýza)
- Zaměřit se a zefektivnit řízení nákladů
- Zajištění dostatečné likvidity
- Růst přidané hodnoty
- Zvýšit tržní podíl podniku
- Efektivnější využívání zdrojů

#### **Zákaznická perspektiva:**

- Zlepšit image společnosti
- Zvýšit povědomí o společnosti
- Zlepšení orientace na zákazníky CRM
- Zaměřit se na strategicky významné zákazníky
- Rozšíření produktové řady, např. doručení ve stejný den
- Vstup na nové trhy, oslovení nových zákazníků
- Marketingový mix a propracovaný public relation
- Maximalizovat heslo: Náš zákazník, náš pán!

#### **Perspektiva interních procesů:**

- Vysoká kvalita vnitřních procesů – urychlení a efektivita
- Minimalizace škod způsobených přepravou
- Spolehlivá a precizní dodávka zásilek
- Standardizace procesů, certifikace ISO
- Řízení managementu kvality
- Efektivita využití vozového parku

- Decentralizace řízení

#### **Perspektiva učení se a růstu:**

- Široké spektrum služeb
- Zjišťování nových potřeb trhu
- Poučit se z chyb konkurence
- Příležitosti pro osobní a profesionální růst zaměstnanců
- Zvyšování kvalifikace klíčových zaměstnanců

### **3.3 Celosvětová ekonomická krize**

Krize vznikla ve vyspělých ekonomikách v důsledku globalizace dopadá na celý svět (pro většinu zemí je to „dovezená“ krize). Příčinou je dlouhodobý souběh mnoha faktorů uvolněná měnová politika, nahromadění špatných úvěrů, selhání fin. dohledů, aj. Vstupní branou ekonomické krize v ČR se stal export představovaný prudkým poklesem zahraniční poptávky a následně proexportně orientovaný průmysl. Hospodářský pokles je mimořádně hluboký. Situace u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů (Německo, Slovensko) je horší než u nás (viz. graf 6), to může zpětně negativně ovlivnit náš budoucí vývoj. Stimulační opatření přijatá v zahraničí pomáhají tlumit dopady na některá domácí odvětví, např. vliv šrotovného. Výrazné zpomalení růstu (reálné) mzdy tlumí inflační rizika. Vývoj na trhu práce se bude ještě zhoršovat (obvyklé zpoždění). Česká ekonomika má solidní předpoklady k tomu, aby se s krizí vypořádala lépe než mnohé jiné země. Shrnutí silných a slabých stránek České ekonomiky v době krize (ČNB, Singer, 2009):

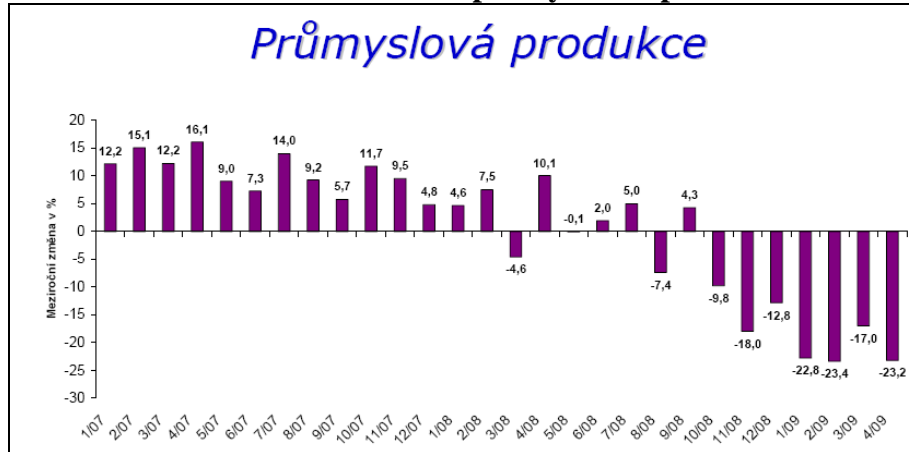
#### **Faktory obranyschopnosti:**

- |   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Vysoce konkurenční struktura</li> <li>• Makroekonomické rovnováhy</li> <li>• Zdravý finanční sektor</li> <li>• Nízké vnější zadlužení</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dlouhodobě nízká inflace a nízko ukotvená infl. oček.</li> <li>• Poměrně nízké deficity veřejných financí</li> <li>• Pružný měnový kurz</li> </ul> |
|---|---|

### Rizika:

- Vysoký podíl čistých vývozu na HDP
- Vysoký podíl cyklicky citlivých oborů v ekonomice
- Nedostatečně pružný trh práce
- Politická situace
- Selektivní politiky „podpory“
- Česká ekonomika má solidní předpoklady k tomu, aby se s krizí vypořádala lépe než mnohé jiné země

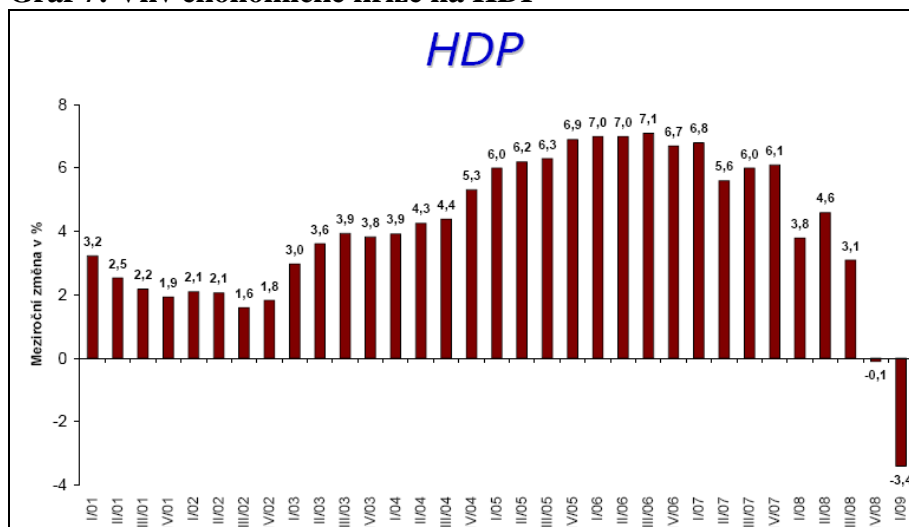
**Graf 6: Vliv ekonomické krize na průmyslovou produkci**



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

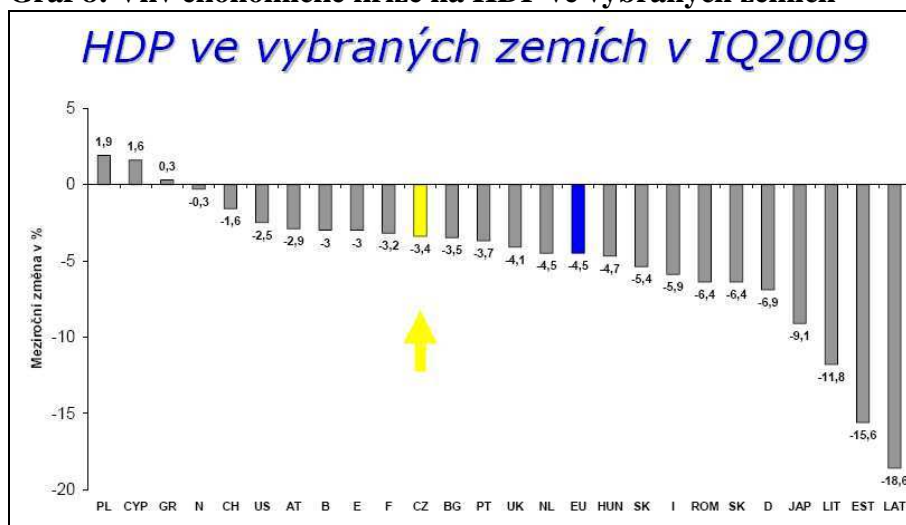
Ekonomická krize se v České republice začala projevovat již v březnu 2008, ale naplno propukla až ve 4 kvartálu téhož roku. Již začátkem roku 2009 byl meziroční propad 23%. Ve srovnání s lednem roku 2008 byl propad 27,5%!

**Graf 7: Vliv ekonomické krize na HDP**



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

**Graf 8: Vliv ekonomické krize na HDP ve vybraných zemích**



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V roce 2006 byl růst HDP více než 7%. Pokles průmyslové výroby odpovídá i pokles HDP v posledním čtvrtletí 2008. Meziroční změna na počátku roku 2009 je -3,4%. Tyto vlivy měly zcela zásadní dopad i na hospodaření přepravní firmy CS Expres (viz. kapitola finanční analýza 4.4).

Ačkoliv ekonomická situace v České republice není dobrá a dopadá na všechny účastníky trhu samozřejmě včetně domácností, ve srovnání s ostatními zeměmi patříme k „lepšímu“ průměru. Z toho vyplývá i ten fakt, že oživení naší ekonomiky je podmíněno oživením v zahraničí.

### 3.4 Finanční analýza

Hlavní role a účel finanční analýzy v oceňovacím procesu spočívá v prověření finanční stability a celkového finančního zdraví firmy. Důležité je věrohodné obhájení v čase ocenění. Je nutné vytvořit dostatečně věrohodný a strukturovaný analytický podklad pro agregovaný finanční plán. Ten je základní a finální fází oceňovacího procesu ve výnosových diskontních metodách ocenění a jejich technik FCFF. Neopomenutelné pro pojetí DFC jsou tzv. generátory hodnoty (tržby, zisková marže, pracovní kapitál, provozní cash flow, investice, diskontní míra, atd.).

### 3.4.1 Majetková a kapitálová struktura podniku CS Expres

Tab. 9: ROZVAHA - zkrácená verze a doplňující výpočty

Položky rozvahy	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>35 061</b>	<b>20 822</b>	<b>23 526</b>	<b>25 335</b>	<b>43 754</b>	<b>42 936</b>	<b>44 026</b>
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
<b>Stálá aktiva</b>	<b>6 297</b>	<b>7 385</b>	<b>9 209</b>	<b>8 371</b>	<b>9 678</b>	<b>9 891</b>	<b>23 594</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	265	2 504	4 228	3 268	4 823	3 249	17 617
Dlouhodobý hmotný majetek	6 032	4 881	4 981	5 103	4 855	6 642	5 777
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	200
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>28 301</b>	<b>12 886</b>	<b>13 941</b>	<b>16 536</b>	<b>32 692</b>	<b>32 084</b>	<b>18 690</b>
Zásoby	5 061	243	345	551	494	244	469
Krátkodobé pohledávky	9 455	8 427	13 071	15 946	27 936	31 092	25 200
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
Finanční majetek	13 785	4 216	525	39	4 262	748	-6 979
<b>Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv</b>	<b>463</b>	<b>551</b>	<b>376</b>	<b>428</b>	<b>1 384</b>	<b>961</b>	<b>1 742</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>35 061</b>	<b>20 822</b>	<b>23 526</b>	<b>25 335</b>	<b>43 754</b>	<b>42 936</b>	<b>44 026</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>6 484</b>	<b>6 762</b>	<b>7 517</b>	<b>9 920</b>	<b>11 314</b>	<b>10 223</b>	<b>9 195</b>
Základní kapitál	9 600	9 600	9 000	9 600	9 600	8 256	9 600
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	0	0	0	0	321	1 714	1 312
Hospodářský výsledek minulých let	-3 994	-3 247	-2 838	-898	0	0	240
Hosp. výsledek běžného účet.obd.	878	409	1 355	1 218	1 393	253	-1 957
<b>Dlouhodobý cizí kapitál</b>	<b>208</b>	<b>4 643</b>	<b>575</b>	<b>545</b>	<b>1 491</b>	<b>2 557</b>	<b>8 706</b>
Dlouhodobé rezervy	208	0	0	0	1 088	2 175	0
Dlouhodobé závazky	0	4 643	575	545	403	382	8 706
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobý cizí kapitál</b>	<b>28 341</b>	<b>9 419</b>	<b>15 434</b>	<b>14 870</b>	<b>30 949</b>	<b>30 156</b>	<b>26 125</b>
Krátkodobé závazky	28 341	9 419	15 434	14 870	30 949	30 156	26 125
Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ostatní pasiva - přechodné účty pasivní</b>	<b>28</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Cizí zdroje ( DCK + KCK)</b>	<b>28 549</b>	<b>14 062</b>	<b>16 009</b>	<b>15 415</b>	<b>32 440</b>	<b>32 713</b>	<b>34 831</b>
<b>Pracovní kapitál ((VK + DCK) - SA)</b>	<b>395</b>	<b>4 020</b>	<b>-1 117</b>	<b>2 094</b>	<b>3 127</b>	<b>2 889</b>	<b>-5 693</b>
<b>Pracovní kapitál (( OA+OstA) - (KCK+OstP))</b>	<b>395</b>	<b>4 020</b>	<b>-1 117</b>	<b>2 094</b>	<b>3 127</b>	<b>2 889</b>	<b>-5 693</b>

Rozvaha v plném rozsahu viz. Příloha 2 a 3, plná verze vertikální analýzy Příloha 4.

Tab. 10: Vertikální analýza – zkrácená verze

Položky rozvahy	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>35 061</b>	<b>20 822</b>	<b>23 526</b>	<b>25 335</b>	<b>43 754</b>	<b>42 936</b>	<b>44 026</b>
%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Stálá aktiva	6 297	7 385	9 209	8 371	9 678	9 891	23 594
%	18%	35%	39%	33%	22%	23%	54%
Oběžná aktiva	28 301	12 886	13 941	16 536	32 692	32 084	18 690
%	81%	62%	59%	65%	75%	75%	42%
Přechodné účty aktiv	463	551	376	428	1 384	961	1 742
%	1%	3%	2%	2%	3%	2%	4%

<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>35 061</b>	<b>20 822</b>	<b>23 526</b>	<b>25 335</b>	<b>43 754</b>	<b>42 936</b>	<b>44 026</b>
%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	6 484	6 762	7 517	9 920	11 314	10 223	9 195
%	18%	32%	32%	39%	26%	24%	21%
Dlouhodobý cizí kapitál	208	4 643	575	545	1 491	2 557	8 706
%	1%	22%	2%	2%	3%	6%	20%
Krátkodobý cizí kapitál	28 341	9 419	15 434	14 870	30 949	30 156	26 125
%	81%	45%	66%	59%	71%	70%	59%
Přechodné účty pasivní	28	-2	0	0	0	0	0
%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

### 3.4.1.1 Analýza aktiv

Aktiva společnosti každoročně rostou. Výkyv v roce 2003 byl způsoben poklesem oběžných aktiv – konkrétně zásob. Výrazným zvýšením objemu pohledávek z obchodního styku v roce 2006 se objem aktiv zvýšil o 72%. Rok 2007 je téměř totožný s předcházejícím rokem 2006. V posledním roce se změnil poměr stálých a oběžných aktiv. Tuto změnu zapříčinilo čerpání kontokorentu 7 mil. Kč z bankovního účtu.

#### Stálá aktiva

Pod pojmem stálá aktiva je v rozvaze zachycen dlouhodobý nehmotný, hmotný a finanční majetek. Dlouhodobý finanční majetek je pouze v posledním roce evidovaný vklad do nově založené dceřiné společnosti CS Terminál, s.r.o., která byla založena za účelem investičního záměru společnosti na vybudování nového centrálního překladiště. Dceřiná společnost byla založena na počátku roku 2008, tedy ještě před dopadem ekonomické krize, což nemohl management předpovídat a stávající překladiště bylo v té době na hranici kapacitních možností. Po zjištění ekonomických propadů firma zastavila veškeré investice související s budováním nového překladiště.

Dlouhodobý nehmotný majetek zaznamenal veliký nárůst v roce 2003 a to hlavně díky novému softwaru. V roce 2004 se velikost nehmotného stálého majetku téměř zdvojnásobila díky vzrůstu položek ocenitelných práv. V roce 2008 byla ocenitelná práva z nezjištěných příčin navýšena o 608%! Z výroční zprávy jsme nebyli schopni zjistit důvod této neobvyklé změny vzhledem k oboru podnikání.

Společnost nevlastní žádné pozemky, pouze drobné stavby. Největší položkou v dlouhodobých hmotných aktivech jsou samostatné movité věci. Jedná se o nákupy nového vybavení skladů a kanceláří a vozový park.

### **Oběžná aktiva**

Oběžná aktiva jsou členěna na zásoby, krátkodobé a dlouhodobé pohledávky a finanční majetek.

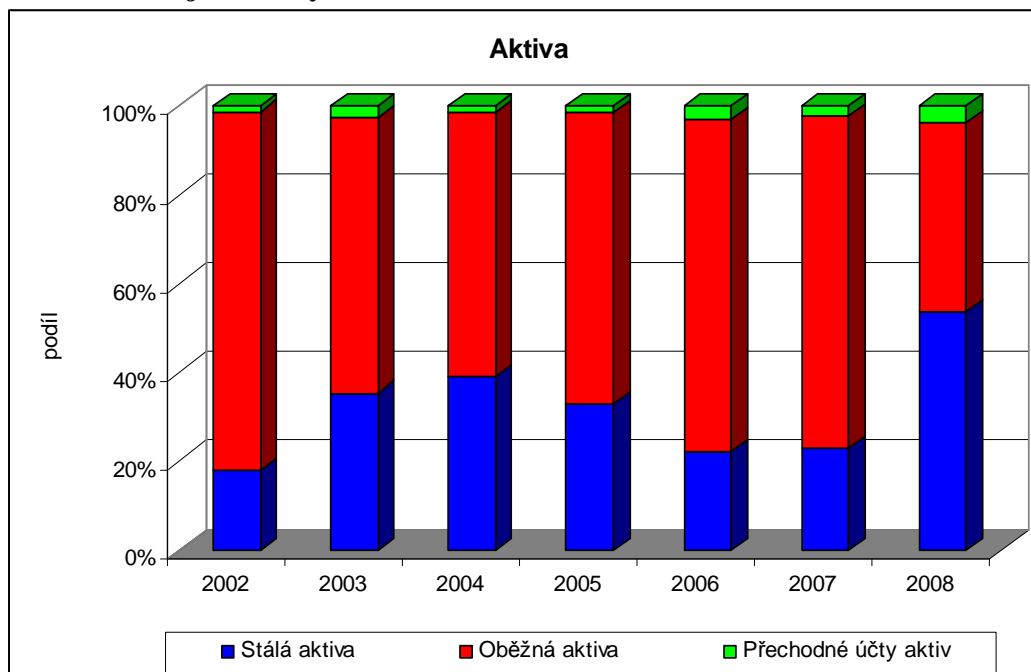
Zásoby představují obalové materiály a palety dále materiál potřebný pro bezpečnost přepravy a vybavení zaměstnanců, kancelářské potřeby a součástky ND pro vozový park. Hodnoty oscilují po celé sledované období ve zhruba stejné výši a podnik neudrží zbytečné zásoby navíc.

Zásadní vliv mají položky krátkodobých pohledávek. Rozdíl krátkodobých pohledávek v roce 2008 klesl o 19% proti roku 2007. Patrný je pokles pohledávek z obchodního styku a odložená daňová pohledávka.

Poslední položkou Oběžných aktiv je Finanční majetek. Ten je složen z hotovosti a peněz na bankovních účtech společnosti. Tyto položky jsou nejlíkvinnějším majetkem podniku. Avšak vzhledem k jejich likvidnosti, jejich reálná hodnota rychle klesá a tyto peníze jsou pro podnik „drahé“. Rozdíl mezi kontokorentním úvěrem a klasickým bankovním úvěrem spočívá i v evidenci v rozvaze. Kontokorent je evidován na straně aktiv ve finančním majetku, čímž ale snižuje hodnotu oběžných aktiv. Bankovní úvěr se eviduje v pasivech jako cizí zdroj. Čerpání kontokorentu snížilo hodnotu oběžných aktiv společnosti CS Expres o 7 mil. Kč.

Malou položkou aktiv jsou také Přejídné účty aktiv, které se na Celkových aktivech podílí cca 4%. Jedná se většinou o placené nájemné skladovacích a kancelářských prostor jako náklady příštích období. Zvýšení v roce 2008 o 81% je způsobeno otevřením nových středisek v Praze, Ostravě a Domaželicích.

**Graf 9: Podíl jednotlivých aktiv**



### 3.4.1.2 Analýza položek pasiv

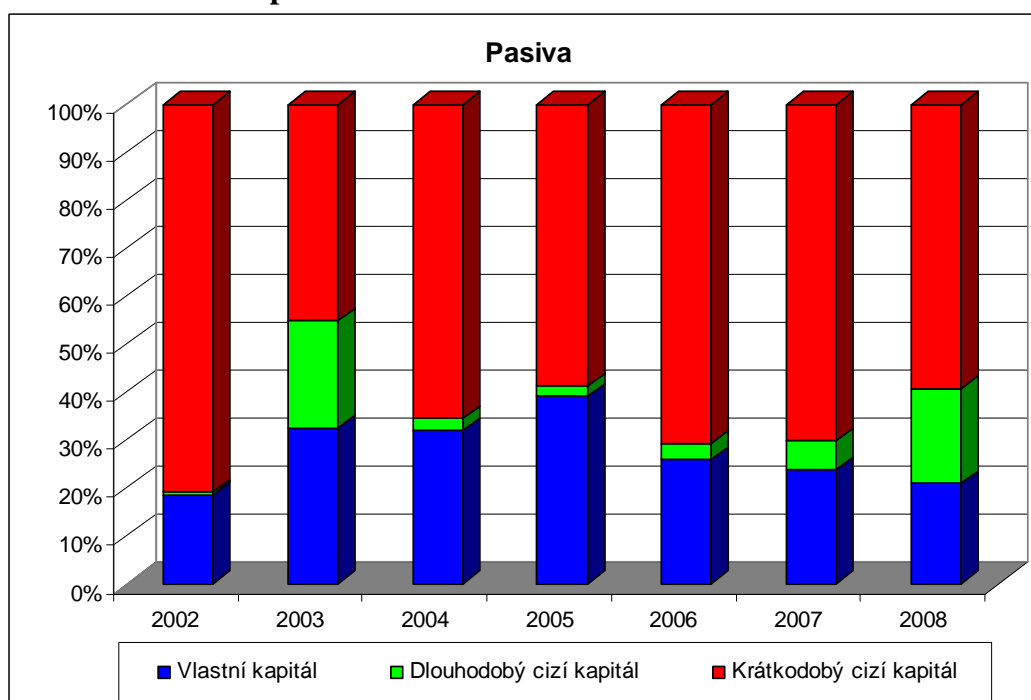
Rozvahová strana pasiv informuje o podílu vlastních a cizích zdrojů na financování majetku společnosti. Zobrazuje velikost zadlužení a strukturu cizího kapitálu.

#### Vlastní kapitál

Vlastní kapitál obecně je tvořen hlavně třemi položkami. Jsou to základní kapitál, fondy a hospodářský výsledek běžného účetního období. Společnost CS Expres má však pouze položky 2 a to základní kapitál a hospodářský výsledek běžného účetního období. Vlastní kapitál tedy představuje hodnotu 9,1 mil. Kč, tj. 21% celkových zdrojů. Oproti předchozímu roku 2007 je to relativní snížení o 13 %.

Základní kapitál společnosti je 9,6 mil. Kč a jeho velikost se od založení v roce 1996 prakticky nezměnil. Pouze v roce 2004 společnost sama vykoupila své akcie ve výši 600 tis. Kč, ale hned další rok byl vlastní kapitál opět navýšen na původní hodnotu. Stejná operace proběhla v roce 2007 se změnou vlastnických práv si společnost vykoupila akcie za 1,34 mil. Kč. V roce 2008 rozdíl opět dorovнала na 9600 tis. Kč.

**Graf 10: Struktura pasiv**



### Cizí zdroje

Cizí zdroje jsou pro firmu hlavním zdrojem financování a tvoří téměř 80% (rok 2008) celkových pasiv. V roce 2002 bylo zadlužení dokonce 82%. Největší položkou jsou krátkodobé závazky, které se snížily v roce 2008 o 14% a představovaly 59% cizích zdrojů. Další významnou položkou jsou jiné závazky, které v roce 2002 dosahovaly výše 16,5 mil. Kč a představovaly 72% krátkodobých závazků. V roce 2008 je hodnota jiných závazků nejnižší, pouze 299 tis. Kč (1,1% KZ).

Podnik pro své hospodaření rozpustil vytvořené rezervy z předchozích let ve výši 2175 tis. Kč. Dlouhodobé závazky z obchodního styku vzrostl o 2,2 mil. Kč. Jiné závazky jsou evidovány ve výši 6 mil. Kč. Jedná se zřejmě o závazek splacení kontokorentního úvěru popisovaného ve finančním majetku společnosti.

Společnost za 8 letý průřez hospodařením společnost nečerpala bankovní úvěry a výpomoci (vyjma kontokorentu).

### 3.4.1.3 Analýza výsledků hospodaření

Zisk po zdanění je tvořen součtem Provozního hospodářského výsledku s Hospodářským výsledkem z finanční činnosti a odečtením Daně za běžnou činnost. Výraznou položkou je tedy Provozní hospodářský výsledek. Na jeho výši se podílí hlavně Výnosy a Náklady na provozní činnost.

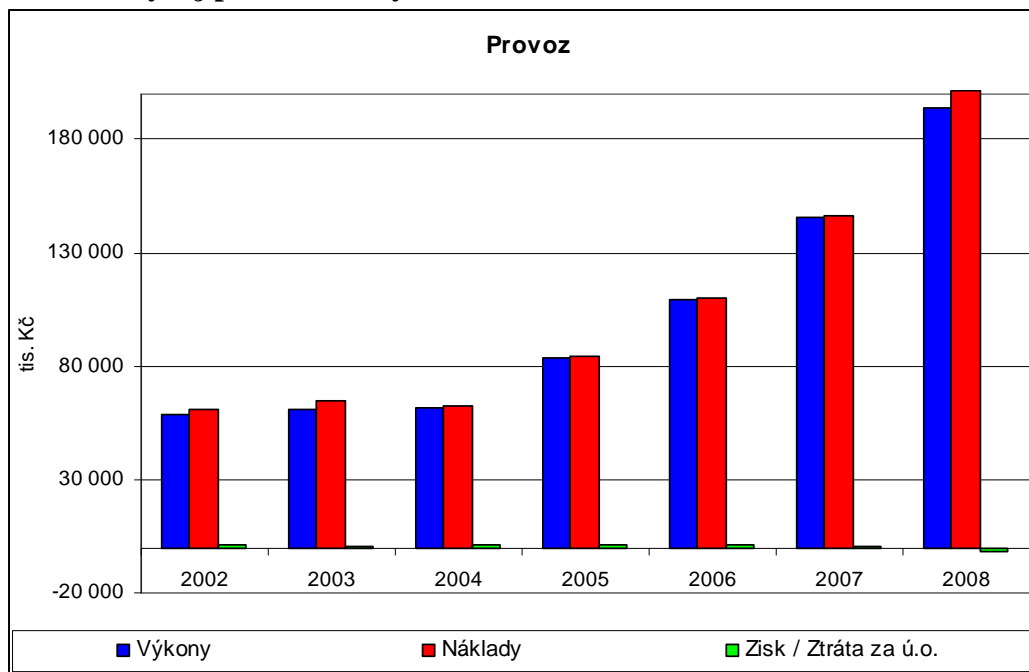
Od roku 2004 je patrný dynamický nárůst výkonů. Největší nárůst byl v posledním sledovaném roce, avšak zisk společnosti od roku 2006 má klesající tendenci. Lze pozorovat více než pěti násobný pokles v roce 2007 a v roce 2008 je propad dokonce osmi násobný a skončil ve ztrátě 1957 tis. Kč.

Pro podnik je velice dobré každoroční klesání Výkonové spotřeby. Čímž se zvyšuje provozní hospodářský výsledek. Ten je však od roku 2005 opět snižován zvyšující se výkonovou spotřebou. To odpovídá rozšiřování firmy a nárůstu počtu zaměstnanců.

**Tab. 11: Provozní činnost CS Expres, a.s.**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Výkony	58 680	61 079	61 521	83 853	109 613	145 250	193 931
Náklady	60 951	64 891	62 047	84 392	110 193	146 160	201 170
Zisk / Ztráta za ú.o.	878	409	1 355	1 219	1 393	253	-1 957

Vývoj hospodaření společnosti CS Expres je zachycen v účetním výkazu zisků a ztrát, viz. Příloha č. 4. Zisk je tvořen součtem Provozního hospodářského výsledku s Hospodářským výsledkem z finanční činnosti a odečtením daně za běžnou činnost. Pro účely ocenění je ale důležité zjistit, jak bylo hospodářského výsledku dosaženo, tedy zda vzniká z provozní části nebo z finančních případně mimořádných operací. U společnosti CS Expres byl provoz až do roku 2007 hlavní položkou tvorby hospodářského výsledku, který byl schopný pokrýt negativní dopady nákladových úroků a ostatních finančních nákladů. V roce 2008 klesl provozní hospodářský výsledek v absolutní hodnotě o 2,6 mil. Kč, což představuje relativní změnu -84%. Přes pokles je stále provozní výsledek kladný a výnosy převyšují náklady i v posledním sledovaném roce.

**Graf 11: Vývoj provozních výkonů a nákladů**

Zajímavá je v tomto ohledu přidaná hodnota, která je tvořena součtem obchodní marže a tržeb za prodej vlastních služeb a odečtením výkonové spotřeby složené ze spotřeby materiálu a energií a nákupem služeb. Přidaná hodnota každoročně roste (v roce 2008 o 27% a v roce 2007 o 18%) a to přesto, že relativní nárůst výkonů byl pomalejší (33%) než výkonové spotřeby (36%). A to proto, že absolutní hodnota růstu výkonů je 48 mil. Kč, respektive 37 mil. Kč. Podrobný rozbor výkazu zisků a ztrát je obsažen v horizontální a vertikální analýza, viz. Příloha 6 a 7.

Provozní výsledek byl zcela jistě ovlivněn 40% nárůstem osobních nákladů, souvisejících rozšířením působnosti v nových střediscích Ostrava, Domažlice a Praha. Počet zaměstnanců společnosti vzrostl ze 110 na 143, což je zvýšení stavu o 30%.

**Tab. 12: Provozní zisková marže**

	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby	61 521	83 880	109 773	145 295	193 873
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	2 360	2 648	4 323	4 350	-747
<b>Provozní zisková marže</b>	<b>3,84%</b>	<b>3,16%</b>	<b>3,94%</b>	<b>2,99%</b>	<b>-0,39%</b>

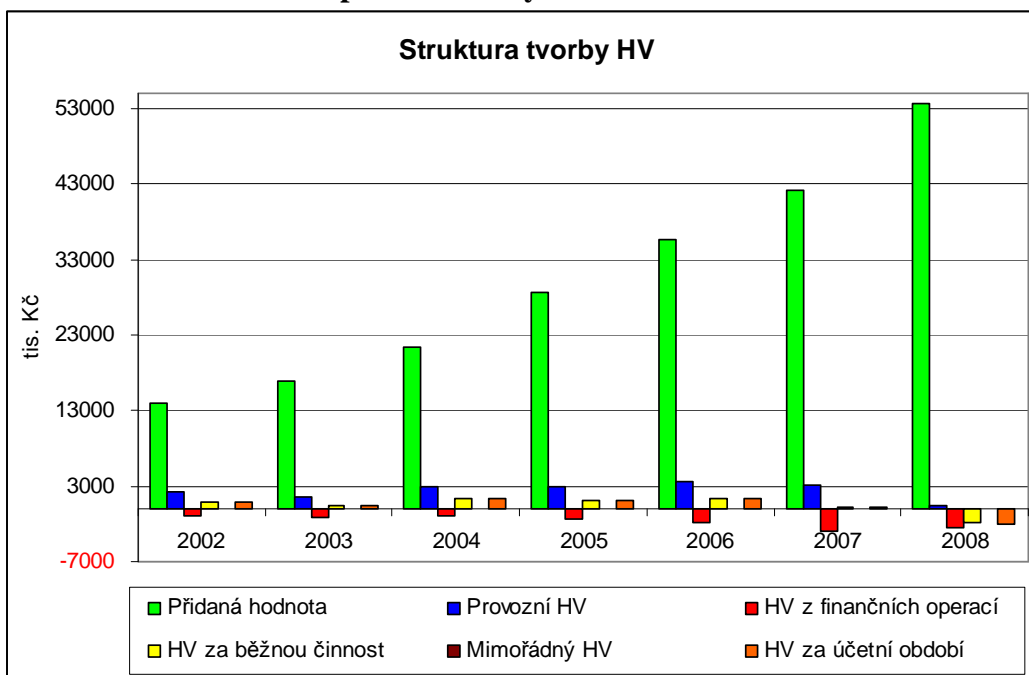
Zdroj: Vlastní propočet

**Tab. 13: Výsledky hospodaření CS Express**

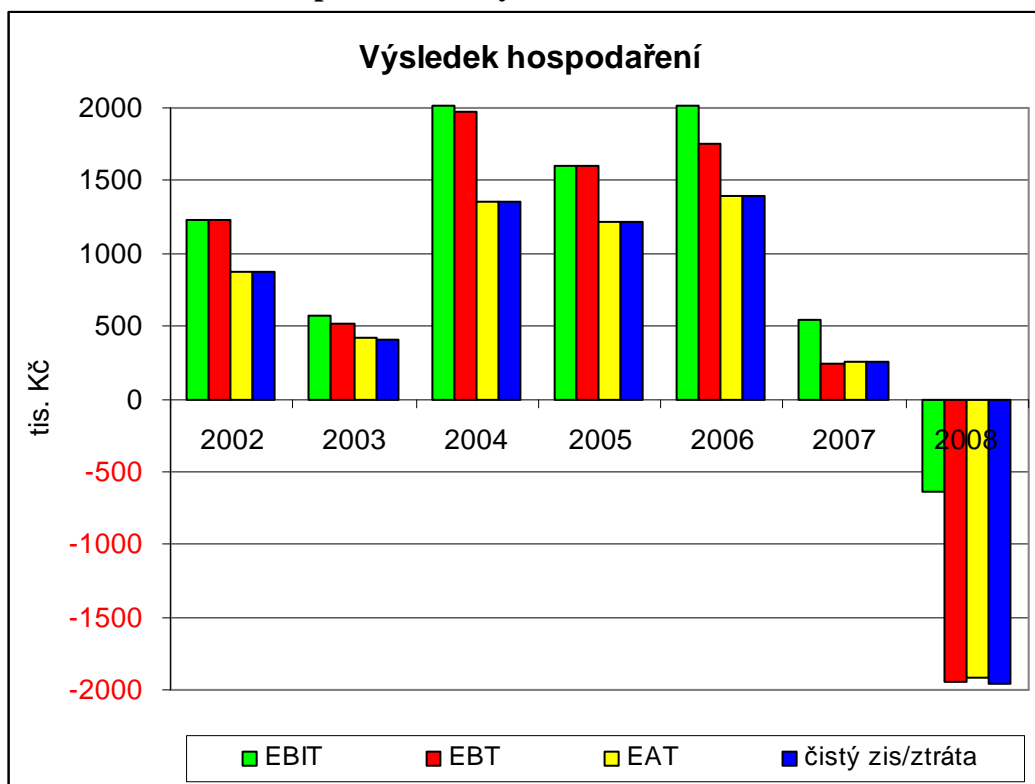
zkr.	Položka (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Přidaná hodnota	14024	16818	21368	28529	35711	42165	53539
	Provozní HV	2224	1673	2980	2875	3597	3101	490
	HV z finančních operací	-991	-1145	-1004	-1279	-1842	-2862	-2386
<b>EAT</b>	HV za běžnou činnost	878	422	1355	1219	1393	253	-1914
	Mimořádný HV	0	-13	0	0	0	0	-43
<b>ČZ</b>	HV za účetní období	878	409	1355	1219	1393	253	-1957
<b>EBT</b>	HV před zdaněním	1234	516	1976	1596	1755	239	-1939
<b>EBIT</b>	HV před odp. úroků a daní	1237	565	2015	1596	2015	538	-639

Zdroj: vlastní výpočet

**Graf 12: Podíl složek hospodářského výsledku**



**Graf 13: Struktura hospodářského výsledku**



**Tab. 14: Výkaz cash flow**

POLOŽKA (v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Peněžní prostředky k začátku roku</i>	4 216	525	39	4 262	748
Výsledek hospodaření za úč. období	1355	1 219	1 393	253	-1 957
Změna rezerv	0	0	1 088	1 087	-2 175
Odpisy	2505	3 663	3 707	3 632	6 404
Změna zásob	-102	-206	57	250	-225
Změna pohledávek a čas.rozliš.	-4469	-2 927	-12 946	-2 733	5 111
Změna krátkodobých úvěrů a fin. výpomoci	0	0	0	0	0
Změna krátkodobých a dlouhodobých záv.	1947	590	15 938	-814	4 293
<b>Provozní cash flow</b>	<b>1 236</b>	<b>2 339</b>	<b>9 237</b>	<b>1 675</b>	<b>11 451</b>
Investice do dlouhodobého majetku	-4 327	-2 825	-5 014	-3 845	-20 107
Tržby z prodeje investičního majetku	0	0	0	0	0
<b>Investiční cash flow</b>	<b>-4 327</b>	<b>-2 825</b>	<b>-5 014</b>	<b>-3 845</b>	<b>-20 107</b>
Změna zákl. jmění, změna fondů	-600	0	0	-1 344	929
Změna bankovních úvěrů a dluhopisů	0	0	0	0	0
<b>Finanční cash flow</b>	<b>-600</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1 344</b>	<b>929</b>
<b>Celkové cash flow</b>	<b>-3 691</b>	<b>-486</b>	<b>4 223</b>	<b>-3 514</b>	<b>-7 727</b>
<i>Peněžní prostředky ke konci roku</i>	<i>525</i>	<i>39</i>	<i>4 262</i>	<i>748</i>	<i>-6 979</i>

Peněžní prostředky na konci roku 2008 vykazují nutnost čerpání kontokorentu, protože firma nemá vlastní cash flow. Investovala příliš vysokou částku do dlouhodobého majetku a nebyla schopna to pokrýt provozními výnosy.

#### Doporučení pro zvýšení Cash flow:

- Zvýšit prodeje za hotové,
- zvýhodnit odběratele platící ihned,
- uhrazovat faktury v nejzazším termínu,
- zvýšit ceny na úroveň konkurence,
- snižovat režie (rušit zbytečné činnosti),
- prodat nepotřebné stroje investiční majetek,
- omezit investiční činnost,
- získat krátkodobý úvěr.

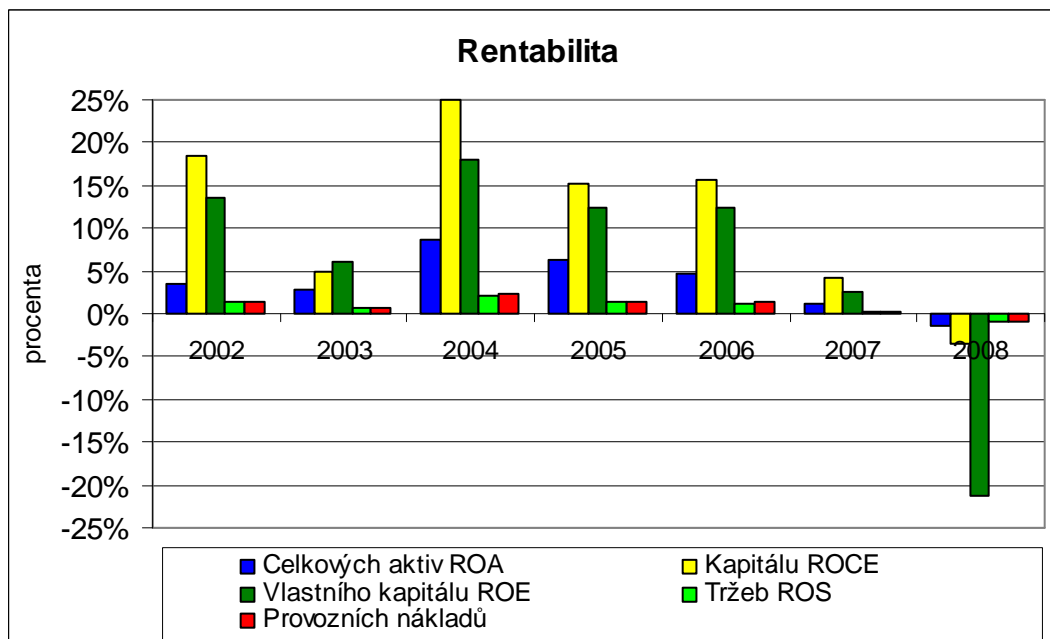
#### 3.4.1.4 Rozbor poměrových ukazatelů

Z hlediska českých zvyklostí finanční analýzy založené na problematických CAS (Českých účetních standardech) finančních výkazech a z nich odvozených finančních poměrových ukazatelů, se budeme nejdříve zabývat otázkami krátkodobé a dlouhodobé finanční stability. Teprve poté co si ověříme finanční přežití podniku závislé na schopnosti dostát svých závazků se budeme zabývat provozními poměrovými ukazateli, tedy rentabilitou, stabilitou, strukturou nákladů a výnosů. Tyto ukazatele pak budeme zkoumat ve vzájemných vztazích pomocí rozkladů poměrových ukazatelů jako jsou např. ROCE/ROA nebo Z score test.

**Tab. 15: Ukazatele rentability**

<b>RENTABILITA</b>	<b>výpočet</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Celkových aktiv ROA	EBIT/aktiva	3,53%	2,71%	8,56%	6,30%	4,61%	1,25%	-1,45%
Kapitálu ROCE	EBIT/vk+dl.k.	18,48%	4,95%	24,90%	15,25%	15,74%	4,21%	-3,57%
Vlastního kapitálu ROE	HV/vk	13,54%	6,05%	18,03%	12,29%	12,31%	2,47%	-21,28%
výnos invest.. kap. ROIC	EBIT(1-d)/inv	46,14%	15,48%	33,53%	41,81%	30,54%	10,63%	-2,51%
index finanční páky (> 1)	ROE/ROIC	0,29	0,39	0,54	0,29	0,40	0,23	8,48
Tržeb ROS	HV/tržby	1,50%	0,67%	2,20%	1,45%	1,27%	0,17%	-1,01%
Provozních nákladů	PRHV/PRN	1,48%	0,65%	2,24%	1,48%	1,29%	0,18%	-0,99%
mzdová náročnost tržeb	mzdy/T	16,06%	18,06%	19,55%	19,82%	19,14%	16,97%	17,82%

**Graf 14: Ukazatele rentability**



Ukazatele rentability měří čistý výsledek podnikové činnosti. Zobrazují kombinaci vlivu likvidity, aktivity a zadluženosti na hospodářský výsledek.

Rentabilita aktiv ROA byla počítána z výnosu jak pro vlastníky tak pro věřitele z EBIT a to proto, že pokud bychom jej počítali z čistého zisku, ukazatel by byl ovlivněn strukturou financování. Vidíme, že rentabilita kulminovala v roce 2004 a od toho roku se stále snižovala. Rok 2008 je takřka ve všech ukazatelích rentability záporný. Podíl na tom má několik faktorů: ekonomická krize, která má za následek pokles průmyslové výroby a investiční činnosti společností využívajících služeb dopravců i omezení potřeb domácností, dále pak neobvyklé zvýšení stálých aktiv o hodnotu ocenitelných práv o 14 mil. Kč a rovněž čerpání kontokorentního úvěru ve výši 7 mil. Kč zaúčtovaných jako finanční aktiva. Rentabilita vlastního kapitálu nečekaně klesla již v roce 2007, ale v posledním sledovaném roce se dostala na velmi špatnou úroveň – 21%! Pokles je způsoben špatným hospodářským výsledkem roku 2008 a rozpuštěním rezerv vytvořených v předchozím roce. Index finanční páky by měl být vyšší než 1, aby se vůbec vyplatilo používat cizí kapitál. V letech 2002-2007 byl tento ukazatel menší než 1 a společnost nečerpala bankovní úvěry ani kontokorentní přečerpání účtů. V roce 2008 měří tento ukazatel téměř 8,5, což dokládá, že se bez cizího kapitálu společnost již neobejde. Rentabilita tržeb měří podíl čistého zisku

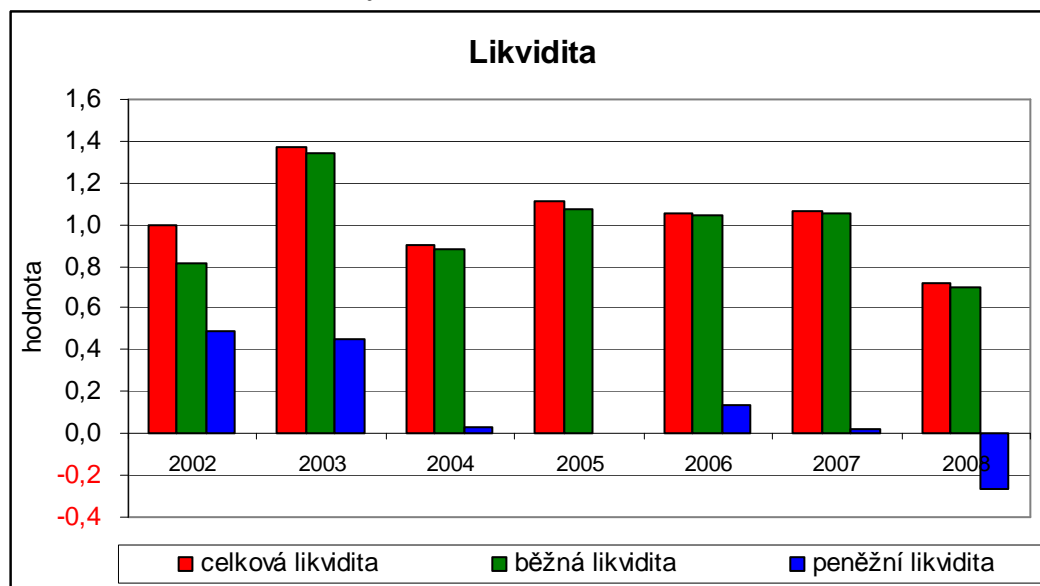
připadající na 1 Kč tržeb. Do roku 2007 tržby generovaly čistý zisk, ale v roce 2008 je firma již ztrátová a na jednu utrženou korunu vykazuje více než jednu korunu ztrátu. Rovněž provozní VH v roce 2008 již nestačí na pokrytí provozních nákladů. Mzdové náklady se zvýšily o 5% oproti roku 2007 a představují 17,89% tržeb společnosti.

Ukazatel likvidity zobrazuje schopnost firmy vyrovnat své splatné závazky. Je to poměrně hrubý ukazatel, ale v praxi je velmi rozšířený. Synek(2003) uvádí kritickou (prahovou) hodnotu 1. Čím vyšší je hodnota likvidity, tím nižší je riziko platební neschopnosti.

**Tab. 16: Ukazatele finanční stability a platební schopnosti**

LIKVIDITA	výpočet	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
celková likvidita	obakt/krzav	1,00	1,37	0,90	1,11	1,06	1,06	0,72
běžná likvidita	(krpo+fm)/krzav	0,82	1,34	0,88	1,07	1,04	1,06	0,70
peněžní likvidita	finmaj/krzav	0,49	0,45	0,03	0,00	0,14	0,02	-0,27
pracovní kapitál	obakt-krzav	-40	3467	-1493	1666	1743	1928	-7435

**Graf 15: Ukazatele likvidity**



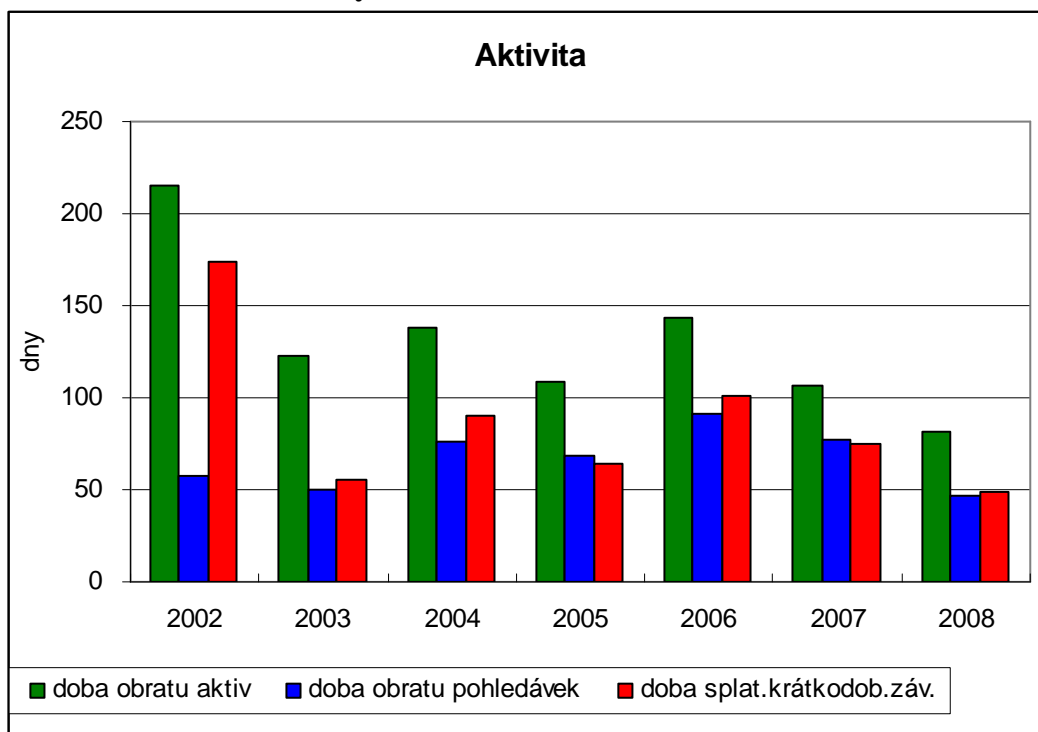
U sledované společnosti vidíme, že celková a běžná likvidita se v letech 2002-2007 pohybovala těsně kolem kritické hodnoty. V roce 2008 je již likvidnost firmy pod touto úrovní a riziko platební neschopnosti se zvýšilo. Finanční likvidita je dokonce

záporná z důvodu čerpaného kontokorentu. Jakákoliv splátka z kontokorentního účtu více zadlužuje firmu z důvodu vysokého úroku. Pracovní kapitál se v roce 2008 výrazně klesl do záporných čísel. Ale při zpracování finanční analýzy jsme narazili na nesoulad u krátkodobých a dlouhodobých závazků v roce 2007. Došlo k přesunutí 5,6 mil. Kč z krátkodobých do dlouhodobých závazků. Tímto krokem si firma navýšila pracovní kapitál. Domníváme se, že tento krok mohl být proveden pro účely získání kontokorentního úvěru od banky. Ta kontokorent poskytla v roce 2008 ve výši 25 mil. Kč povoleného přečerpání. Společnost ke konci roku využila přečerpání 6,95 mil. Kč.

**Tab. 17: Ukazatele aktivity**

<b>AKTIVITA</b>	<b>výpočet</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
obrat aktiv	tržby/aktiva	1,67	2,93	2,62	3,31	2,51	3,38	4,40
doba obratu aktiv	aktiva/(T/360)	215,10	122,71	137,67	108,73	143,49	106,38	81,75
doba inkasa pohledávek	pohl/(T/360)	58,01	49,66	76,49	68,44	91,62	77,04	46,79
doba splat.krátkodob.záv.	krzáv/(T/360)	173,87	55,51	90,31	63,82	101,50	74,72	48,51

**Graf 16: Ukazatele aktivity**

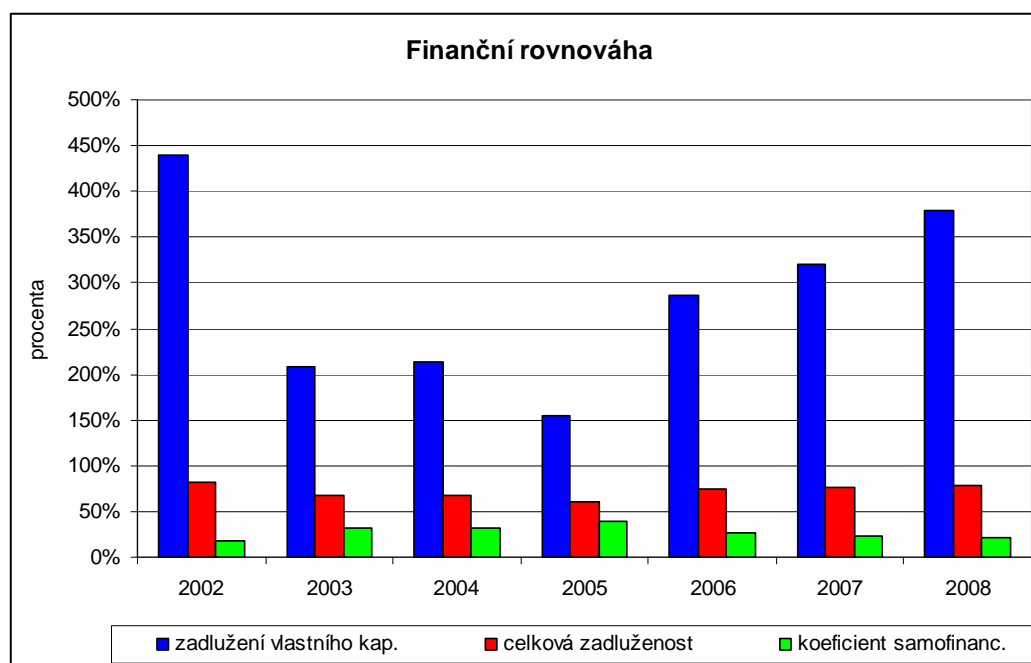


Jak podnik hospodaří a využívá svůj majetek měří ukazatelé aktivity. Obrat celkových aktiv zobrazuje kolikrát za rok se otočí majetek firmy. Doba úhrady pohledávek a závazků je prakticky totožná 47 respektive 49 dní, což je velmi slušný ukazatel, zlepšený o 65% proti roku 2007. Lze ale očekávat, že s nástupem světové ekonomické krize tento ukazatel poroste zhruba na hodnotu roku 2006-2007 z důvodu prodlužování doby splatností faktur. Firma musí udržet stejný poměr plateb, aby zbytečně bezplatně neúvěrovala své odběratele tím, že bude sama platit brzy, přičemž pohledávky budou placeny později.

**Tab. 18: Ukazatele zadluženosti**

ZADLUŽENOST	výpočet	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
celková zadluženost	CZ/aktiva	81,43%	67,53%	68,05%	60,84%	74,14%	76,19%	79,11%
zadlužení vlast. kap.	CZ/VK	440,30%	207,96%	212,97%	155,39%	286,72%	319,99%	378,80%
koeficient samofinanc.	VK/aktiva	18,49%	32,48%	31,95%	39,16%	25,86%	23,81%	20,89%
úrokové krytí I.	EBIT/nú	412,33	11,53	51,67	0,00	7,75	1,80	-0,49
úrokové krytí II.	EBIT+odp/nú	693,67	40,71	115,85	0,00	22,01	13,95	4,43
doba splácení dluhů	(cz-rez)/(hv+odp)	16,46	7,65	4,15	3,16	6,15	7,86	7,83
překapitalizování	CZ/CF	3,77	1,54	14,32	254,36	2,65	13,67	-1,32

**Graf 17: Ukazatele zadluženosti**



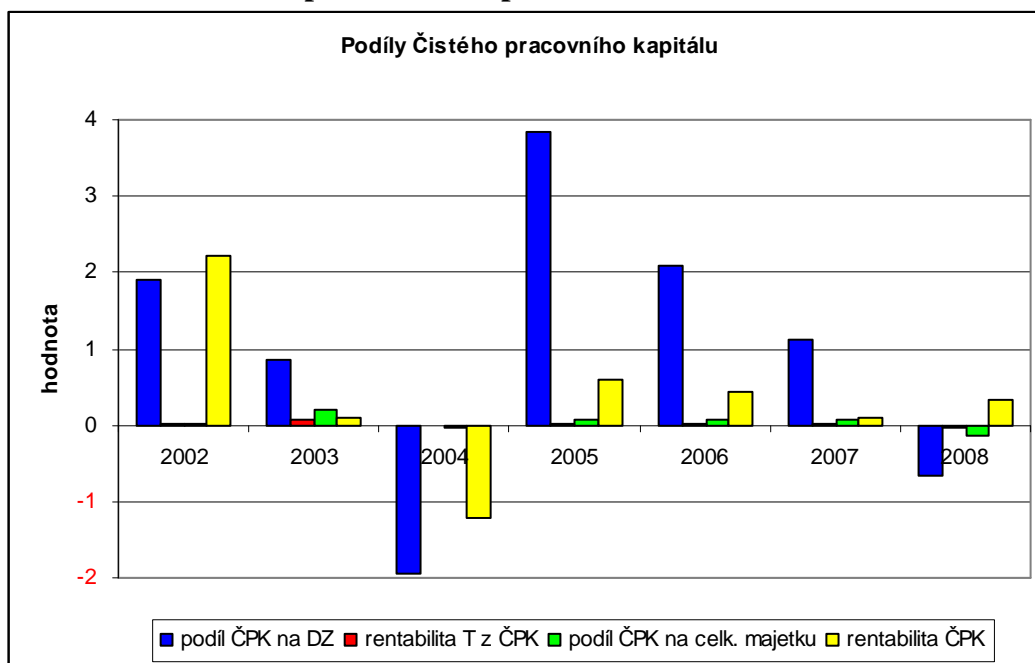
Ukazatel zadluženosti a finanční stability měří rozsah, v jakém podnik využívá k financování dluh a vlastní zdroje. Celkový dluh představují v rozvaze cizí zdroje (krátkodobé a dlouhodobé). Věřitelé dávají přednost nižšímu zadlužení, vlastníci naopak chtějí využít finanční páky. Celková zadluženost firmy CS Expres je velmi vysoké 80%. Obecně se doporučuje zlaté pravidlo zadlužení 50 na 50. Podnik se považuje za předlužený, jestliže jeho dluhy jsou vyšší než hodnota jeho majetku. Důležitou věcí je majetek pořízený na leasing, který není obsažen v rozvaze, ale s nímž je potřeba počítat. Z výkazů které jsme měli k dispozici, tedy výročních zpráv, nebylo možné vysledovat skutečný obsah leasingových smluv, jejich celkovou výši a dobu splácení. Nákladové úroky z finančních operací vzrostly v roce 2008 o 434%. Předpokládáme, že z velké části je nárůst tvořen úroky z kontokorentu. Ukazatel úrokového krytí by měl mít podle Synka (2003) minimální hodnotu 6krát, naměřená hodnota se však pohybuje hluboko pod touto hranicí. Doba splácení od roku 2004 roste a v posledním roce je vypočtena na 8 let.

**Tab. 19: Podíl čistého pracovního kapitálu**

ČPK	výpočet	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Čistý prac. kapitál ČPK	(VK+dlzáv)-SA	395	4020	-1117	2094	3127	2889	-5693
podíl ČPK na DZ	ČPK/dlzáv	189,90%	86,58%	-194,26%	384,22%	209,73%	112,98%	-65,39%
rentabilita T z ČPK	ČPK/T	0,67%	6,58%	-1,82%	2,50%	2,85%	1,99%	-2,94%
podíl ČPK na aktiva	ČPK/aktiva	1,13%	19,31%	-4,75%	8,27%	7,15%	6,73%	-12,93%
rentabilita ČPK	HV/ČPK	222,28%	10,17%	-121,31%	58,21%	44,55%	8,76%	34,38%

Při finanční analýze vyplynul z výročních zpráv 2008 a 2007 nesoulad v uváděných hodnotách u pasiv v roce 2007. Ve výroční zprávě v roce 2008 došlo ke změně hodnot krátkodobých a dlouhodobých závazků tak, že byly navýšeny dlouhodobé závazky na úkor krátkodobých o 5,724 mil Kč. Snížením krátkodobých pasiv se zvýší Čistý pracovní kapitál i Čistý peněžní majetek. Domníváme se, že tato operace byla provedena pravděpodobně pro bankovní hodnocení nebo jiných obchodních důvodů (prodej obchodních podílů a podobně). Tato změna mohla přinést určité pozitivní změny do hodnocení firmy. Dlouhodobá aktiva, by měla být kryta vlastním kapitálem a dlouhodobými závazky a kromě toho dlouhodobost závazku je vždy stabilizujícím prvkem – když mám něco zaplatit do roku, mám menší prostor si na to vytvořit dostatečné zdroje, než když to máte uhradit po více než jednom roce.

**Graf 18: Podíl čistého pracovního kapitálu**



### 3.4.1.5 Bonitní modely při finanční analýze

#### Altmanův index důvěryhodnosti Z-skóre

Profesor Altman v roce 1968 vypracoval na základě statistické analýzy souboru firem několik ukazatelů, které dokázaly předpovídat finanční krach firmy. Jednalo se o tzv. diskriminační analýzu. Výsledkem je rovnice, do níž se dosazují hodnoty finančních ukazatelů a na základě výsledku se o firmě dá předpovídat s určitou pravděpodobností její vývoj, zda bude prosperovat nebo hrozí úpadek.

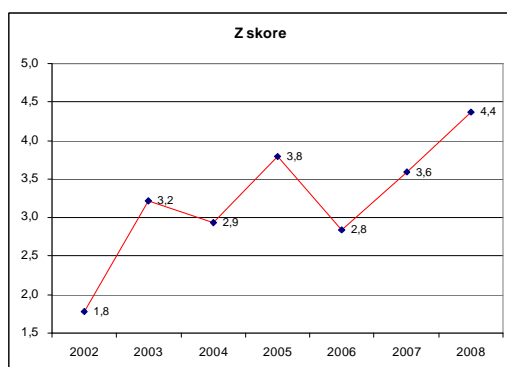
**Tab. 20: Altmanův index**

	ukazatel	váha	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
x1	ČPK/aktiva	6,56	0,01	0,19	-0,05	0,08	0,07	0,07	-0,13
x2	ZiskML/aktiva	3,26	-0,11	-0,16	-0,12	-0,04	0,00	0,00	0,01
x3	EBIT/aktiva	6,72	0,04	0,02	0,08	0,06	0,04	0,01	-0,04
x4	VK/CZ	1,05	0,23	0,48	0,47	0,64	0,35	0,31	0,26
<b>Z skóre</b>			<b>0,18</b>	<b>1,43</b>	<b>0,35</b>	<b>1,53</b>	<b>1,10</b>	<b>0,81</b>	<b>-0,85</b>

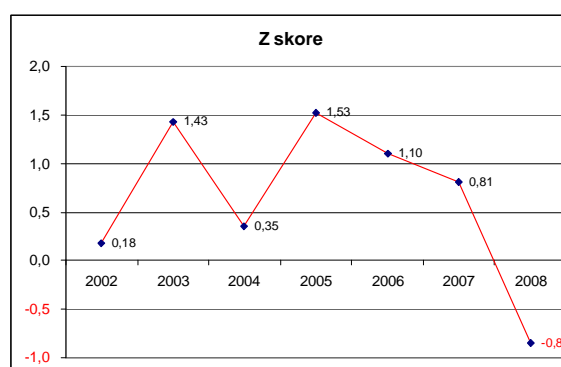
Pravidla pro klasifikaci:

Z FAKTOR > 2,60	můžeme předpovídat uspokojivou finanční situaci
1,1 < Z FAKTOR < 2,60	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
Z FAKTOR < 1,1	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

**Graf 19: Zscore podle Kislingerové**



**Graf 20: Zscore podle Altmana**



Výsledná rovnice Z-skóre je určena jako vážený průměr hodnot vybraných ukazatelů, přičemž jednotlivé váhy určují důležitost daného ukazatele pro odhad budoucího vývoje. Je ovšem velmi důležité jaké ukazatele a váhy použijeme. Při výpočtech podle různých rovnic např. podle Kislingerové ( $Z = 3,3x_1 + 1x_2 + 0,6x_3 + 1,4x_4 + 1,2x_5$ ) jsme dospěli k výsledku zcela odlišnému od výpočtu podle Altmana upravenému pro malé podniky a pro podniky „ne-výrobního = obchodního“ charakteru ( $Z = 6.56x_1 + 3.26x_2 + 6.72x_3 + 1.05x_4$ ). Pro srovnání dokládám výsledky v grafu 19 a 20. Použili jsme Altmanův upravený vzorec, který více odpovídá charakteru podniku, pro který byl vypracován, tedy malý až střední podnik, jehož akcie nejsou obchodovány na burze. Výsledek také více odpovídá provedené finanční analýze a zjištění.

Podle stanovených kritérií můžeme říci, že podnik se v letech 2005 a 2006 pohyboval nad dolní hranicí šedé zóny, tedy oblasti ve které lze jen těžko určit další vývoj firmy. V roce 2007 začal být patrný propad do kritické zóny a v posledním roce dokonce záporná hodnota Z score vypovídá o silném ohrožení a finančních potížích firmy.

## Rychlý test

Dalším možným testem hodnocení bonity firmy je Kralický rychlý (Quick) test, který využívají například bankovní domy. Vychází ze čtyř ukazatelů a podle jejich výsledných hodnot přiděluje firmě body.

**Tab. 21: Quick test**

<i>ukazatel</i>	<i>výpočet</i>	2008	2007	2006
kvóta vlastního kapitálu	VK/aktiva	21%	24%	26%
doba splácení dluhu z CF	CZ/CF	11,12	5,88	5,07
cash flow	VH+odp+zmrez	3 131	5 195	6 188
cash flow v tržbách	CF/Tržby	2%	4%	6%
ROA	HV+úrok(1-t)/aktiva	-2%	1%	4%

hodnocení ukazatelů	<i>výborně</i>	<i>velmi dobře</i>	<i>dobře</i>	<i>špatně</i>	<i>ohrožení</i>
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
kvóta vlastního kapitálu	>30%	>20%	>10%	>0%	negativní
doba splácení dluhu z CF	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let
cash flow v tržbách	> 10%	> 8%	> 5%	> 0%	negativní
ROA	> 15%	> 12%	> 8%	> 0%	negativní

Hodnocení firmy	2008	2007	2006
kvóta vlastního kapitálu	2	2	2
doba splácení dluhu z CF	3	3	2
cash flow v tržbách	4	4	3
ROA	5	4	4
<b>průměr</b>	<b>3,50</b>	<b>3,25</b>	<b>2,75</b>

Z výsledku vyplývá, že kvóta vlastního kapitálu jež vypovídá o finanční síle firmy je velmi dobrá, ale ve sledovaném období má zhoršující se tendenci. Měří se podílem vlastního kapitálu na celkové bilanční sumě. Doba splácení dluhu z cash flow ukazuje, za jak dlouho je schopen splatit všechny své dluhy, pokud by každý rok generoval stejné cash flow jako v právě analyzovaném období. Cash flow jsme počítali jako VH za účetní období + odpisy + změna stavu rezerv. Ukazatel opět měří finanční stabilitu firmy.

Druhé dva ukazatele jsou zaměřeny na rentabilitu. Rentabilita tržeb byla měřena nikoliv ziskem, ale cash flow. V roce 2006 byl tento ukazatel dobrý, ale v následujících letech byl hodnocen stupněm 4, tedy jako špatný. Poslední ukazatel rentabilita aktiv zobrazuje celkovou výdělečnou schopnost podniku. V letech 2006 a 2007 ukazatel vykazoval hodnotu 4 a v posledním sledovaném roce vyšel dokonce záporný, což signalizuje ohrožení.

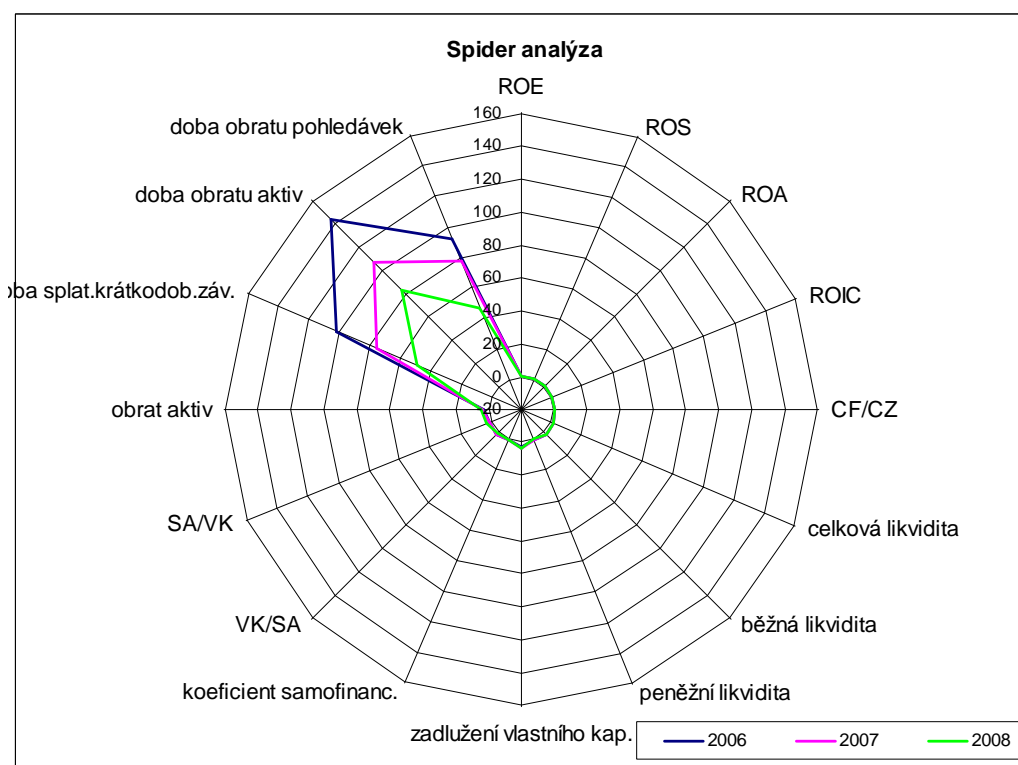
Aritmetický průměr dosažených bodů za jednotlivé ukazatele stanovilo výslednou známku. V letech 2006-2008 se všechny sledované hodnoty zhoršují a trend ukazatelů rentability je kritický. Celková známka v posledním roce dosáhla 3,5, což je spíše špatné.

**Tab. 22: Spider analýza poměrových ukazatelů**

Ukazatel		2006	2007	2008
A1	ROE	0,12	0,02	-0,21
A2	ROS	0,01	0,00	-0,01
A3	ROA	0,05	0,01	-0,01
A4	ROIC	0,31	0,11	-0,03
B1	CF/CZ	0,13	0,02	-0,20
B2	celková likvidita	1,06	1,06	0,72
B3	běžná likvidita	1,04	1,06	0,70
B4	peněžní likvidita	0,14	0,02	-0,27
C1	zadlužení vlastního kap.	2,87	3,20	3,79
C2	koeficient samofinanc.	0,26	0,24	0,21
C3	VK/SA	1,17	1,03	0,39
C4	SA/VK	0,86	0,97	2,57
D1	obrat aktiv	2,51	3,38	4,40
D2	doba splat.krátkodob.záv.	101,50	74,72	48,51
D3	doba obratu aktiv	143,49	106,38	81,75
D4	doba obratu pohledávek	91,62	77,04	46,79

Z tabulky je patrné, že u všech poměrových ukazatelů rentability a likvidity došlo ke zhoršení situace. Pouze ukazatele doby obratu vykazují zlepšení, která představuje zlepšenou práci v oblasti pohledávek. Koeficient zadlužení vzrostl a koeficient samofinancování pochopitelně klesl. Vzrostl poměr stálých aktiv vzhledem k vlastnímu kapitálu, což je způsobeno zvýšením nehmotného majetku.

**Graf 21: Spider analýza poměrových ukazatelů**



### 3.4.1.6 Shrnutí finanční analýzy

Provedená finanční analýzy zjistila zhoršení všech významných ukazatelů. Firma se zejména v posledním roce potýká s nízkou rentabilitou, malou až kritickou likviditou a zvyšuje svou zadluženost. Vliv krize a očekávané prohlubování ekonomických ztrát nesignalizuje pro firmu vyhlídky na lepší časy. Naopak, čerpání kontokorentu ve výši 7 mil. Kč bude velmi těžko vyrovnávat. Bude nutné zavést úsporná opatření. V každém případě by vedení firmy mělo na tuto situaci zareagovat.

Přesto, že je podnik zasažen dopady ekonomické krize má perspektivu dalšího růstu. Krátkodobé zhoršení finanční situace nemusí nutně znamenat, že podnik ztrácí na své hodnotě, protože zadlužení, likvidita a rentabilita může být spojena s významnou investicí, která do budoucna přinese podniku výrazné zhodnocení a růst přidané hodnoty.

## 4 NÁVRH OHODNOCENÍ SPOLEČNOSTI CS EXPRES

Východiskem pro návrh ohodnocení jsou veřejně dostupné výkazy a mé zkušenosti zaměstnance firmy. Bohužel, vedení společnosti nemělo zájem na spolupráci při tvorbě této diplomové práce a odmítlo nám poskytnout jakékoliv relevantní informace, které nejsou zřejmé ze zveřejňovaných výkazů: rozvahy a výkazu zisků a ztrát.

### **Volba metody pro ohodnocení firmy CS Expres**

V teoretické části jsme popsali množství nejčastěji uváděných teoretických metod, ale existuje jich samozřejmě mnohem více. Volba a výběr některé metody a unifikace pro jakoukoliv firmu není rozhodně správným řešením. Všechny teoretické metody narážejí na problém výběru a kalkulace vstupních parametrů pro konečný výpočet. Nejčastějším problémem jsou úpravy na korigované hospodářské výsledky, (a ještě ke všemu budoucích!), kdy není zcela jasně pospáno, co přesně je třeba při výpočtu vyloučit nebo naopak připočítat. Jak Mařík (2003, str.248) uvádí, například autoři modelu EVA zpracovali seznam úprav účetních dat, který obsahuje 164 položek!

My jsme se v této práci rozhodli ověřit dvě nejčastěji používané výnosové metody, asice diskontované cash flow entity a ekonomické přidané hodnoty. Obě metody jsem řešili technikou entity, tedy podniku jako celku.

Z účetních výkazů jsme zjistili účetní hodnotu netto majetku firmy a substanční hodnotu aktiv brutto. Konkrétní soupis majetku jsme od majitelů nezískali.

Cílem ohodnocení bude odhad hodnoty firmy pro potencionálního investora, zatím neznámého kupce.

### **4.1 Metoda majetkového ohodnocení**

K nejjednodušším přístupům patří pohled na účetní hodnotu vlastního kapitálu označované jako book value. Hodnotu vlastního kapitálu vydělíme počtem emitovaných akcií a vynásobíme nominální hodnotou akcie.

**Tab. 23: Účetní hodnota vlastního kapitálu (Book value)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Vlastní kapitál	6 484	6 762	7 517	9 920	11 314	10 223	9 195
Počet akcií	960	960	960	960	960	960	960
Nominální hodnota	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
<b>Book Value</b>	<b>6 754</b>	<b>7 044</b>	<b>7 830</b>	<b>10 333</b>	<b>11 785</b>	<b>10 649</b>	<b>9 578</b>
Rozdíl nominální hod	-3 246	-2 956	-2 170	333	1 785	649	-422

*Zdroj: vlastní výpočet*

Společnost nevyplácí dividendy a není obchodována na burze. Účetní hodnota vlastního kapitálu převyšovala nominální hodnotu akcie pouze v letech 2005 – 2007. V roce 2008 účetní hodnota jedné akcie poklesla o 422 Kč proti její nominální hodnotě. V celkovém objemu by byl rozdíl -405.120,- Kč, tzn. o 4,4% nižší než celková nominální hodnota všech vlastních akcií.

#### 4.1.1 Účetní hodnota majetku

Při zjišťování účetní hodnoty aktiv vycházíme z účetního výkazu Rozvaha, viz. Příloha 2. Účetní netto hodnota aktiv = běžné účetní období brutto – korekce. Tzv. stav netto je např. zůstatková cena dlouhodobého majetku či hodnota majetku po odečtení opravných položek.

**Účetní netto hodnota aktiv podniku = 44.026 mil. Kč**

Což je o 2,5% více než v roce 2007. Firma sídlí v pronajatých skladových areálech a nevlastní prakticky žádné budovy. Největší částkou hmotného majetku je vozový park a technické vybavení středisek. Zvláštností je ale změna poměru stálých a oběžných aktiv v roce 2008. U stálých aktiv došlo k výraznému nárůstu o 238%! Zejména je zajímavá položka Ocenitelných práv, kde z nezjištěných příčin došlo k navýšení o 542%! Z výroční zprávy jsme nebyl schopen zjistit důvod této neobvyklé změny vzhledem k oboru podnikání. U oběžných aktiv došlo naopak oproti roku 2006 a

2007 k výraznému poklesu a to především z důvodu čerpání 7,5 milionového kontokorentního úvěru. Snížení oběžných aktiv je 42% vzhledem k roku 2007.

V rámci oceňování podniku má účetní metoda pouze doplňkovou úlohu. Ocenění vychází ze zásad účetnictví a zachycuje majetek v historických cenách. Tento princip však vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality a v neodpovídá reálné hodnotě k datu ocenění. Výhodou je velká průkaznost získaného ohodnocení. Netto hodnotu aktiv (44,026 mil Kč) můžeme tedy brát alespoň jako orientační výchozí hodnotu s tím, že musíme upozornit na neobvyklé navýšení ocenitelných práv na 17 mil. Kč.

#### 4.1.2 Substanční hodnota

Metoda substanční, nebo-li věcné hodnoty reaguje na nedostatky, které obsahuje účetní metoda. Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů. Věcnou hodnotu však bohužel, vzhledem k neumožnění nahlédnutí do účetnictví a zjištění podrobného seznamu hmotného a nehmotného majetku, který bychom znovu jednotlivě ocenili (především užitnou hodnotu), nejsme schopni stanovit. Budeme tedy vycházet opět z rozvahy a čistých reprodukčních nákladů, které by byly spojeny se znovu pořízením majetkové základny podniku (substance brutto).

**Celková hodnota aktiv brutto = 67,678 mil. Kč** (korekce = - 23,651 mil. Kč).  
Z toho je dlouhodobý nehmotný majetek brutto = 32.755 tis. Kč (korekce = - 15.137 tis. Kč) a dlouhodobý hmotný majetek brutto = 12,873 mil. Kč (korekce = - 7,057 tis. Kč).

Brutto ocenění odpovídá prakticky ocenění dle Zákona o účetnictví, **korekce** upravují tento brutto (hrubý) stav zejména o oprávký (trvalé snížení hodnoty majetku v důsledku jeho opotřebení – jde vlastně o úhrn odpisů) a opravné položky (přechodné snížení hodnoty majetku v důsledku poklesu jeho tržních cen).

Substanční hodnota však neřeší ocenění nekvantifikovatelných nehmotných složek jako je dobré jméno, pokrytí středisek, organizační struktura, pracovníci, vybudovaná síť odběratelů a dodavatelů, technologické vybavení apod.

## 4.2 Výnosové ohodnocení společnosti CS Expres

### 4.2.1 Metodou ekonomické přidané hodnoty EVA

Podnik dosahuje ekonomický zisk, jsou-li uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, tzn. na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Pokud podnik dosahuje kladný účetní zisk, ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty. Ve výpočtu EVA se NOA počítá s hodnotami na počátku roku, za který je EVA zjišťována, tzn. hodnoty z konce předchozího období (proto je použit index (t-1)).

Pro výpočet NOPAT bylo třeba rozhodnout, zda vzít za základ VH za běžnou činnost nebo provozní VH. Podle Maříka (2003, str. 251) je možné použít obě varianty a výsledek by měl být vždy stejný. Kislingerová používá jako základ pro výpočet EBIT, tedy VH před odpočtem nákladových úroků a daně z příjmu. My jsme pro naše výpočty využili obecnější postup a vycházíme z VH za běžnou činnost, od kterého odečteme výnosy z neoperačního majetku (zejména finanční výnosy) a přičteme nákladové úroky a změnu nákladových rezerv. Ze zjištěného korigovaného VH odečteme tzv. upravenou daň, což je teoretická daň a to tak, že jej vynásobíme daňovou sazbou.

**Tab. 24: Propočet zisku pro ekonomickou přidanou hodnotu NOPAT**

Výpočet NOPAT	2004	2005	2006	2007	2008
Hospodářský výsl. za běžnou činnost	1 355	1 219	1 393	253	-1914
Nákladové úroky	39	0	260	299	1300
Ostatní finanční náklady	1 529	1 891	2 010	2945	2613
Výnosové úroky	6	5	3	3	496
Ostatní finanční výnosy	557	607	425	379	934
Korigovaný VH za běžnou činnost	<b>2 360</b>	<b>2 498</b>	<b>3 235</b>	<b>3 115</b>	<b>569</b>
Eliminace změny nákl. rezerv	0	150	1088	1235	-1316
<b>NOPBT (čistý operační zisk před daní)</b>	<b>2 360</b>	<b>2648</b>	<b>4323</b>	<b>4350</b>	<b>-747</b>
Daň v Kč	661	649	776	748	119
Daň %	28%	26%	24%	24%	21%
<b>NOPAT (čistý operační zisk po dani)</b>	<b>1699</b>	<b>1999</b>	<b>3547</b>	<b>3602</b>	<b>-866</b>

*Zdroj: vlastní výpočet*

V roce 2008 bylo hospodaření společnosti ztrátové a proto i čistý operační zisk vyšel záporný. Nevýhodou výpočtu NOPAT je velmi složité sestavování výpočtů a jakékoliv pozměnění nebo vynechání dat může výrazně ovlivnit výslednou hodnotu. Subjektivní vliv oceňovatele je příliš vysoký.

K výpočtu NOA je nutné provést úpravu rozvahy na ekonomický model. Z celkových aktiv je třeba oddělit neoperační aktiva, která neslouží k zajištění hlavního provozu podniku.

Provozně nutná výše peněžních prostředků odpovídá hodnotě okamžité likvidity (finanční majetek/krátkodobé závazky). Zjistíme potřebnou výši peněžních prostředků tak, že okamžitou likviditu vynásobíme krátkodobými závazky. Nadbytečnou výši prostředků jsme vypočítali odečtením finančního majetku od zjištěné provozně potřebné výše peněžních prostředků. Vymezení provozně nenutného majetku je tedy nadbytečná výše peněžních prostředků plus ostatní majetek nenutný k provozu. Společnost CS Expres nemá ve sledovaných obdobích s výjimkou posledního (základní vklad do dceřiné společnosti CS Terminál, s.r.o.).

**Tab. 25: Rozvaha upravená o položky účetně nevykazované**

<b>AKTIVA</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Stálá aktiva	9 209	8 370	9 679	9 891	23 594
Marketing	0	0	0	0	0
Leasing	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál	-1 492	1 667	1 742	1 928	-7 435
<i>Z toho peníze:</i>	525	39	4 262	748	-6 979
<b>Celkem</b>	<b>7 717</b>	<b>10 037</b>	<b>11 421</b>	<b>11 819</b>	<b>16 159</b>
<b>PASIVA</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Vlastní kapitál	7 517	9921	11 314	10 223	9 195
Rezervy	0	0	1 088	2 175	0
Ekvivalenty VK	-375	-428	-1 380	-961	-1 742
HV z leasingu kumul	0	0	0	0	0
Leasingový závazek	0	0	0	0	0
Úročený cizí kapitál	575	544	403	382	8 706
<b>Celkem</b>	<b>7 717</b>	<b>10 037</b>	<b>11 425</b>	<b>11 819</b>	<b>16 159</b>

**Tab. 26: Výpočet čistých operačních aktiv NOA**

	2004	2005	2006	2007	2008
Provozně potřebná výše peněžních prostředků	4 630	4 461	9 285	9 047	7 838
Nadbytečná výše peněžních prostředků	-4 105	-4 422	-5 023	-8 299	-14 817
Ostatní majetek, který není nutný k provozu	0	0	0	0	200
<b>Provozně nenutný majetek celkem</b>	<b>-4 105</b>	<b>-4 422</b>	<b>-5 023</b>	<b>-8 299</b>	<b>-14 617</b>
<b>NOA (čistá operační aktiva)</b>	<b>11 822</b>	<b>14 459</b>	<b>16 448</b>	<b>20 118</b>	<b>30 776</b>

*Zdroj: vlastní výpočet*

Vlastní hodnota čistých operačních aktiv NOA potřebných k provozu je vypočtena odečtením hodnoty celkové bilanční sumy upravené rozvahy a provozně nenutného majetku celkem. V posledním sledovaném roce dosahují NOA 43% celkových aktiv. Je třeba ale upozornit na skutečnost, že v propočtu nebylo kalkulováno s leasingem, protože jsme neměli možnost ověřit, kolik a v jaké výši leasingových smluv společnost využívá. Tím je samozřejmě značně ovlivněn celý výpočet čistých operačních aktiv.

#### **Náklady cizího kapitálu v rámci WACC**

Z hlediska posuzování investičních záměrů si každý investor nejprve položí otázku, jestli jeho očekávaný výnos převyší veškeré náklady s ním spojené a současně jestli lze očekávat i dostatečný výnos pro vlastníky. Tato úvaha v sobě zahrnuje v prvním kroku porovnání s externími náklady, s náklady spojenými s cizími zdroji financování, jako jsou úvěry a s nimi spojené úroky. Druhá část posouzení (jestli zůstane zajímavý výnos i pro nás) souvisí s náklady vlastního kapitálu. Srovnáváme, jestli se očekávaný výnos realizací naší investice (po odečtení úroků cizího kapitálu) vyplatí za to všechno riziko a námahu. WACC odhaduje vážený průměr nákladů cizích a vlastních zdrojů, které bude potřeba získat pro financování konkrétní investice nebo fungování firmy obecně.

$$\text{Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC} = r_d(1-T) \frac{D}{C} + r_e \frac{E}{C}$$

Do položky E zahrnujeme vlastní kapitál za jednotlivá léta. Položka D obsahuje všechny úročené cizí zdroje, tzn. dlouhodobé i krátkodobé úvěry a také hodnotu majetku pořízeného leasingem. Celková bilanční suma  $V = D + E$ . Jednotlivé hodnoty kapitálu přebíráme z rozvahy, neboť z důvodu nevyspělého kapitálovému trhu v podmínkách České republiky je zjištění jejich tržních cen prakticky nemožné.

**Tab. 27: Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu WACC**

	2005	2006	2007	2008
E = vlastní kapitál	9 920	11 314	10 223	9 195
D = cizí úročený kapitál	545	403	382	8 706
V = celková bilanční suma	10 465	11 717	10 605	17 901
$r_e$ = náklady na vl. kapitál	8%	8%	8%	8%
$r_d$ = úrok za cizí kapitál	3%	3%	3%	3%
T = sazba daně z příjmu	26%	24%	24%	21%
<b>WACC</b>	<b>7,70%</b>	<b>7,80%</b>	<b>7,79%</b>	<b>5,26%</b>

*Zdroj: vlastní výpočet*

Pro posouzení je nutné srovnat očekávaný výnos s úrokovými náklady a implicitním nákladem vlastního kapitálu, tzn. požadovaná míra výnosu. Je vhodné srovnávat relevantní náklady investice s jejím očekávaným výnosem. Pod pojmem relevantní náklady chápeme aktuální náklady, nikoli náklady historické.

Požadovanou výnosovou míru zobrazuje koeficient  $r_e$ . K jejímu výpočtu bývá použit model CAPM, který je ovšem extrémně subjektivní. Základ výpočtu nákladů vlastního kapitálu zobrazuje následující vzorec:  $r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$

Bezriziková úroková míra ( $r_f$ ) se odvozuje od výnosu pětiletých státních dluhopisů. Systematické riziko  $\beta$ , jež vyjadřuje citlivost investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia, je určeno na základě analýzy obchodního a finančního rizika. My jsme vyšli z průměrných  $\beta$  koeficientů pro různá odvětví při nulovém zadlužení (Mařík, 2003, str. 191), která jsou následně přepočítávána na konkrétní zadlužení firmy. Výnosnost trhu jako celku ( $r_m$ ) je možné určit z globálního indexu PX50 nebo ratingovým ohodnocením země. Česká republika má podle světové agentury Standard

and Poor's ratingový stupeň AA (aktualizace 2.10.2007). Z toho vyplývá, že žádný podnik na území ČR nemůže s ohledem na makroekonomické prostředí dosáhnout lepšího hodnocení než celá země. Rating se skládá ze základní prémie 5,5% a k tomu je připočítána dodatečná prémie za riziko AA = 0,75%.

**Tab. 28: Koeficienty pro výpočet výnosové míry vlastního kapitálu**

$r_f$	3,7	bezriziková míra výnosu	ČNB pětiletý státní dluhopis
$\beta$	0,68	průměr odvětví	Mařík (2003, str. 191)
$(r_m - r_f)$	6,25	ratingový stupeň AA	Standard and Poor's

**Výpočet nákladů vlastního kapitálu  $r_e = 3,7 + 0,68 * 6,25 = 7,95\%$**

Tento výsledek nákladů vlastního kapitálu odpovídá zhruba dvojnásobku úrokové míry termínovaných vkladů. Tuto hodnotu jsme předpokládali a výpočtem si ji ověřili. V případě odhadu očekávaných výnosů vlastního kapitálu u firem obchodovaných na burze s množstvím vlastníků lze z historie zjistit jejich dosahované míry výnosů a zjistit nějakou jejich střední hodnotu (průměr). Přesto zůstává otázkou, zda stejnou míru výnosů by bylo možné očekávat i v budoucnu. Pokud se ekonomika přehoupne z konjunktury do recese, pak předpoklad minulých výnosů není příliš platným.

Náklady na cizí kapitál ( $r_d$ ) bychom mohli zjistit z příslušných smluv. Do nákladů patří i náklady spojené se správou úvěru a počáteční poplatky (např. poplatek za posouzení žádosti). Průměrné náklady na cizí kapitál se vypočtou jako vážený aritmetický průměr ze všech nákladů na cizí kapitál. Bohužel, ke smlouvám společnosti CS Expres jsme neměli přístup, proto jsme náklady pouze odhadovali a stanovili je na úroveň 3% podle 2T repo sazby ČNB.

Náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, protože vlastník nese vyšší riziko než věřitel a tudíž mu náleží vyšší výnos. Pro firmu je ale cizí kapitál levnější z důvodu existence korporátních daní a s nimi spojeného daňového štítu.

V účetnictví jsou náklady cizího kapitálu (úroky) oproti nákladům vlastního kapitálu daňově uznatelným nákladem.

#### Výpočet roční ekonomické přidané hodnoty EVA:

$$EVA = NOPAT_t - WACC_t * NOA_{t-1}$$

kde: NOPAT = provozní hospodářský výsledek po zdanění

WACC = vážené kapitálové náklady

NOA = investovaný kapitál (operativní aktiva)

**Tab. 29: Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA**

Roční ekonomická přidaná hodnota (entity)	2005	2006	2007	2008
NOPAT <sub>t</sub>	1 999	3 547	3 602	-866
Náklady investovaného kapitálu (WACC <sub>t</sub> *NOA <sub>t-1</sub> )	910	1 128	1 281	1 058
<b>EVA</b>	<b>1 088</b>	<b>2 419</b>	<b>2 321</b>	<b>-1 925</b>

#### Výpočet hodnoty podniku EVA Entity:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) - D_0 + A_0$$

**Hodnota podniku H<sub>n</sub>** = 30776 + (1088/(1+0,077)) + (2419/(1+0,078)<sup>2</sup>) + (2321/(1+0,0779)<sup>3</sup>) + (-1925/(1+0,0526)<sup>4</sup>) - 8706 - 14617 = 30776 + 1010 + 2082 + 1853 - 1568 - 8706 - 14617 = **10830 tis. Kč**

**Hodnota podniku EVA Entity = 10.830 tis. Kč**

Výpočet hodnoty podniku podle EVA entity je roven 10,8 mil. Kč. Čím vyšší je hodnota EVA, tím větší hodnotu pro vlastníky podnik vytváří. Jako nejvýznamnější faktor ovlivňující výkonnost podniku byla identifikován výsledku hospodaření.

Problémy u této metody jsou spojeny s naplněním vstupních parametrů – NOPAT, NOA, WACC. Připomínáme, že ve výpočtu NOA nebyl zohledněn případný

leasing z důvodu neposkytnutí informací vedením společnosti. Tím je ovlivněna i výsledná hodnota podniku.

## 4.2.2 Metodou DCF

Metoda čistých diskontovaných peněžních toků DCF je široce v České republice využívanou metodou, která je ovšem orientovaná především na budoucnost. K využití techniky DCF je nutné správně stanovit hotovostní toky, riziko a časovou hodnotu peněz. To je ale v současné nestálé době a celosvětové ekonomické krizi nelehký úkol a domníváme se, že pojetí a interpretace výsledků se bude vždy lišit podle subjektivního přístupu každého odhadce.

### Výpočet volného peněžního toku

$$FCFF_t = EBIT_t(1-T) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t$$

**Tab. 30: Výpočet volného peněžního toku FCFF entity**

	2005	2006	2007	2008
EBIT = VH před úhradou daní a úroků	1596	2015	538	-639
T = sazba daně z příjmů	26%	24%	24%	21%
ODP <sub>t</sub> = odpisy	3663	3707	3632	6404
$\Delta WC_t$ = změna ČPK (OA-KZ)	1666	1743	1928	-7435
INV <sub>t</sub> = investice	2822	5016	3919	20107
<b>FCFF<sub>t</sub> = volný peněžní tok do firmy</b>	<b>356</b>	<b>-1521</b>	<b>-1806</b>	<b>-6773</b>

Zdroj: vlastní výpočet

$$\text{HODNOTA PODNIKU CELKEM} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

**Hodnota podniku celkem** =  $356/(1 + 0,077) + (-1521/(1 + 0,078)^2) + (-1806/(1 + 0,0779)^3) + (-6773/(1 + 0,0526)^4) = 331 - 1308 - 1442 - 5517 = -7\ 937$  tis. Kč

**Hodnota podniku celkem = -7 937 tis. Kč.**

Výsledná hodnota podniku metodou DCF vyšla záporná hodnota – 7,9 mil. Kč. Stejně jako u výpočtu EVA se ukazuje jako zásadní výše výsledku hospodaření, který je

promítnut do výpočtu ve formě EBIT. Z toho je vypočítán volný peněžní tok pro firmu, který v posledních 3 sledovaných letech je záporný, právě v důsledku nízké hodnoty výsledku hospodaření. V posledním roce 2008 je navíc výše FCFF ovlivněna čerpáním kontokorentu a tím zápornou hodnotou ČPK.

### 4.2.3 Odhad pokračující hodnoty podniku

Pro určení hodnoty podniku do budoucna bývá využíván parametrický nebo Gordonův vzorec, který pracuje s vybranými faktory tvorby hodnoty. Vzhledem k nastupující recesi je ale mimořádně obtížné tempo růstu odhadnout. Předpokládá se, že recese vážněji zasáhne produkční aktivitu firem, což se také negativně projeví v investiční aktivitě. Spotřebitelský pesimismus se odrazí v hlubším poklesu spotřeby domácností, přestože nižší inflace zvýší reálné mzdy. Vysoká nejistota ohledně budoucího vývoje a zpřísnění úvěrových podmínek utlumí velkou část investičních aktivit. ČNB předpokládala na konci roku 2008 meziroční pokles reálného HDP v rozmezí -2,4 až -3,5%.

Doprava a dopravní služby jsou zrcadlem celé ekonomiky a průmyslové výroby. Jestliže roste ekonomika, rostou i výkony dopravních firem. Pokud podniky výrazně omezí výrobu nebo ji dokonce zcela ukončí dopravci nemají co vozit. Situace v některých krajích byla na přelomu roku velmi dramatická a nadále se očekává zhoršování stavu. Již v prvním čtvrtletí 2009 zaznamenala střediska Systému CS Expres na jihu a severu Čech i Moravy drastický propad výkonů o více než 20%. Tento stav vystihuje i graf zaměstnanosti ve SLEPT analýze, který zobrazuje masivní propouštění ve 4 čtvrtletí 2008, což signalizuje dopad ekonomické krize na průmyslové podniky.

Průměrný vývoj výkonů systému CS Expres v první polovině roku 2008 byl ještě o 3% vyšší než v roce 2007. Ale již na konci roku 2008 nastal výrazný propad o 15% oproti předchozímu roku. Vzhledem k častým změnám a pesimistickým prognózám ekonomických odborníků lze předpokládat, že propad výkonů se bude nadále prohlubovat. Ve stávající situaci odhadovat vývoj na více než jeden rok dopředu je prakticky neproveditelné, protože i odborné analytické zprávy jsou často v rozporu a

neleze objektivně predikovat, zda se recese bude prohlubovat nebo stagnovat, případně, kdy dojde k oživení a růstu ekonomiky.

Pokusíme se tedy velmi hrubě odhadnout budoucí vývoj alespoň na 2 roky. V tabulce vidíme, že od roku 2005 do roku 2008 tempo růstu převyšovalo 30% ročně, což je velmi dobrý ukazatel. S nástupem krize ale budeme pro rok 2009 pesimisticky kalkulovat propad tržeb o 20%. V dalším roce 2010 doufáme v pozvolnou stabilizaci trhu a velmi mírný nárůst. Přesto rozdíl oproti výkonům v roce 2008 předpokládáme nižší o 16%. Je ale potřeba vidět i další skutečnost, a sice, že pokud by pokračoval růst tržeb podle trendu předchozích let (o 30%), představovaly by tržby 250 mil.Kč. V tomto ohledu je 20% propad ztrátou potenciálního předpokládaného výkonu na základě minulých let ve výši 60%!

V oblasti nákladů výkonová spotřeba meziročně rostla rychleji než tržby. O to pečlivěji bude nutné, aby firma byla schopná současně s poklesem tržeb adekvátně snížit náklady, zejména za využití služeb a osobní náklady. V případě, že se trend snižování nepodaří zachytit a udržet, hrozí další zvyšování finanční páky a zadlužování, protože firma nebude schopna produkovat dostatečné prostředky na provoz.

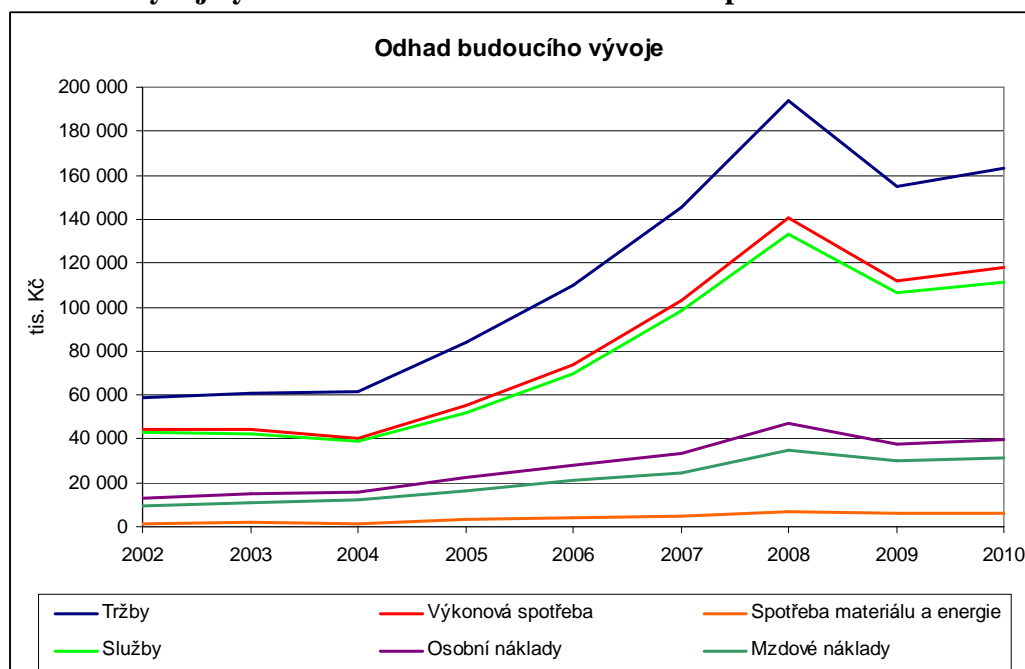
Z tohoto velmi hrubého odhadu nelze v žádném případě počítat možnou hodnotu podniku a už vůbec nelze tuto prognózu považovat za validní.

**Tab. 31: Odhad budoucího vývoje výkonů**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Tržby</b>	<b>61 084</b>	<b>61 521</b>	<b>83 880</b>	<b>109 773</b>	<b>145 295</b>	<b>193 873</b>	<b>155 098</b>	<b>162 853</b>
tempo růstu	4,1%	0,7%	36,3%	30,9%	32,4%	33,4%	-20,0%	5,0%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>44 266</b>	<b>40 153</b>	<b>55 305</b>	<b>73 917</b>	<b>103 118</b>	<b>140 315</b>	<b>112 252</b>	<b>117 865</b>
tempo růstu	-0,9%	-9,3%	37,7%	33,7%	39,5%	36,1%	-20,0%	5,0%
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	<i>1 871</i>	<i>1 502</i>	<i>3 626</i>	<i>4 278</i>	<i>4 959</i>	<i>7 148</i>	<i>6 000</i>	<i>6 300</i>
tempo růstu	21,3%	-19,7%	141,4%	18,0%	15,9%	44,1%	-16,1%	5,0%
<i>Služby</i>	<i>42 396</i>	<i>38 651</i>	<i>51 679</i>	<i>69 639</i>	<i>98 159</i>	<i>133 166</i>	<i>106 252</i>	<i>111 565</i>
tempo růstu	-1,7%	-8,8%	33,7%	34,8%	41,0%	35,7%	-20,2%	5,0%
<b>Osobní náklady</b>	<b>14 897</b>	<b>16 010</b>	<b>22 268</b>	<b>28 201</b>	<b>33 767</b>	<b>47 334</b>	<b>37 867</b>	<b>39 761</b>
tempo růstu	17,1%	7,5%	39,1%	26,6%	19,7%	40,2%	-20,0%	5,0%
<i>Mzdové náklady</i>	<i>11 031</i>	<i>12 025</i>	<i>16 628</i>	<i>21 012</i>	<i>24 652</i>	<i>34 544</i>	<i>30 000</i>	<i>31 500</i>
tempo růstu	17,1%	9,0%	38,3%	26,4%	17,3%	40,1%	-13,2%	5,0%

Zdroj: Vlastní poččet z VZZ

**Graf 22: Vývoj výkonů a odhad vlivu krize na CS Expres**



**Tab. 32: Provozní zisková marže**

	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby	61 521	83 880	109 773	145 295	193 873
NOPBT (čistý operační zisk před daní)	2 360	2 648	4 323	4 350	-747
<b>Provozní zisková marže</b>	<b>3,84%</b>	<b>3,16%</b>	<b>3,94%</b>	<b>2,99%</b>	<b>-0,39%</b>

Zdroj: Vlastní propočet

#### 4.2.4 Shrnutí výsledků ocenění při použití teoretických metod

V návrhu ohodnocení jsme použili různé postupy ocenění a dospěli jsme k hodnotám, z nichž jsou patrné rozdíly vyplývající z využití různých vstupních parametrů. Majetkové i výnosové metody jsme počítali z účetních výkazů ke dni ocenění 31.12.2008. Neprováděli jsme finanční plán, protože predikce budoucího vývoje by nebyla z důvodu dopadu ekonomické krize validní. Zpracování variantní vývoj: dobře, zle, standard. To překračuje rámec této práce.

**Tab. 33: Shrnutí výsledků jednotlivých metod**

<b>Metoda ocenění</b>	<b>technika</b>	<b>hodnota</b>
Majetkové	Účetní hodnota vlastního kapitálu	9195
	Účetní hodnota aktiv netto	44026
	Substanční hodnota aktiv brutto	67678
Výnosové	Ekonomická přidaná hodnota EVA	10830
	Diskontované cash flow FCFE	-7937

*Zdroj: vlastní výpočty (v tis. Kč)*

Z tabulky je patrné, že nejvyšší hodnotu vykazuje substanční hodnota aktiv brutto, která představuje veškerý majetek bez odpisů a opravných položek. Pro případného investora však může majetek obsahovat nepotřebné části, která pro něj nebudou mít žádnou hodnotu, a proto není výsledná částka hodnotou podniku. To však platí i naopak, dohodou o koupi za výhodnou cenu může investorovi přinést významné zhodnocení investovaných prostředků. Tento stav byl poměrně častý zejména při privatizaci státních podniků v devadesátých letech, kdy podniky byly prodávány za zlomek hodnoty svého majetku.

Výpočet hodnoty podniku na základě DCF entity (i ostatních výnosových metod) je závislý na odhadu a očekávání budoucího vývoje. Odhad tempa růstu prakticky nelze uplatnit. Určení diskontní míry (WACC) je komplikované a subjektivní, protože kalkulace diskontní sazby nemá jediný správný postup a tedy ani výsledek. Náklady obou složek kapitálu je nutné podrobně analyzovat spolu s vlivy, které na podnik působí. Především jakým způsobem jsou jeho hospodářské výsledky závislé na ekonomických výkyvech. Pro odhad úrokové míry je vhodné sledovat kapitálový trh a vývoj úrokových měr státních dluhopisů i úrokových měr úvěrů poskytovaných bankami. Jakékoliv byť sebemenší vychýlení odhadu oceňovatele od reality výrazně ovlivní celý odhad hodnoty podniku.

Nejproblematictější se u metody DFC podle našeho názoru tedy jeví příliš teoretické hledisko a nestabilní odhad budoucího vývoje. Metoda vůbec nebere v potaz aktuální situaci podniku na trhu, řeší pouze účetní data, která nejsou totožná s realitou.

Například účetní odpisy vůbec nevypovídají o využití a opotřebení odepisovaných položek. Zajímají se pouze o číslo, nikoliv o stav dané věci. Rovněž investiční činnost není ve výpočtu zohledněna relevantně. Konkrétně máme na mysli to, že nepostihuje jakým způsobem investice zvýší přidanou hodnotu firmy a zda je investováno účelně. Metoda nevychází z komplexních a souhrnných analytických výstupů strategické analýzy.

Můžeme konstatovat, že nejsou splněny základní předpoklady pro odhad pokračující hodnoty, tzn. stabilizace základních parametrů (konstantní růst podniku a stabilní míra investic a jejich výnosnost), o které se výpočet pokračující hodnoty opírá.

### **4.3 Ohodnocení nefinančních hodnot**

Podle našeho názoru žádná výše uvedená teoretická metoda neřeší stav podniku vzhledem k jeho okolí. Je nutné důkladně zvážit veškeré aspekty vyplývající ze strategické analýzy, tedy nefinanční ukazatele, jako například podnikatelské prostředí, vliv konkurence, pracovní efektivitu a zejména dobré jméno společnosti.

Investora nejčastěji při zajímá tržní podíl a potenciál jeho růstu, zákaznická struktura a stabilita poptávky, technologie případně duševní vlastnictví, tzv. know-how. Každý investor pečlivě zvažuje svoji investici a té předchází důkladné šetření opírající se v první řadě strategickou a finanční analýzu. Klasické metody ocenění podniku zůstávají až na druhém místě pokud vůbec je k nim přihlíženo.

Pokusíme se shrnout a zhodnotit ty nejdůležitější jevy, které nejvíce ovlivňují úspěšnost jejího fungování. Ty vycházejí ze strategické analýzy, pomocí níž jsme podrobně a kvalifikovaně zhodnotili celkovou situaci akciové společnosti CS Expres.

#### **Atraktivita oboru podnikání**

Obor nákladní dopravy v České republice vzhledem k její dobré infrastruktuře je velice perspektivní a má dlouholetou tradici. Drtivá většina výrobních podniků je nucena tyto služby využívat vzhledem k nákladům na skladování a potřebě nezadržovat cash flow v zásobách. Nevýhodou je závislost dopravy na dynamice ekonomiky a sezónních vlivů.

### **Postavení na trhu**

Vzhledem k výše uvedenému můžeme shrnout, že společnost CS Expres, má vybudovanou kvalitní síť středisek ve strategických lokalitách po celé České republice z nichž 9 má ve svém vlastnictví a 10 na dlouhodobou alianční smlouvu. Akční rádius jednotlivých středisek je optimálně řešený tak, aby nejvzdálenější místo v daném regionu bylo do cca 150 km. To zajišťuje optimální rozvozové trati a bezproblémové dodržování doby doručení zásilek. Z logistického hlediska má dobře situované centrální překladiště přímo uprostřed republiky. Nejvzdálenější střediska Ostrava a Karlovy Vary jsou vzdáleny do 250 km, což zaručuje včasnou překládku na centrálním překladišti a závoz nového zboží zpět na středisko. Rovněž je důležité zmínit, že firma má dlouholetou tradici funguje od roku 1992 a za dobu své existence si vydobyla pozici třetího největšího operátora kusových zásilek na Českém trhu. Systém ročně přepraví více než 700.000 ks zásilek, což představuje průměrně 3.000 zásilek denně.

### **Technologické vybavení**

Vysokou hodnotu má zavedení nového moderního informačního systému LODIS. Na základě toho podnik využívá nejmodernější logistické technologie od evidence a sledování zásilek prostřednictvím čárových kódů až po centralizovanou kontrolu jednotlivých středisek online. Samozřejmostí je vybavení středisek moderní manipulační technikou a logistickými prostředky. Společnost CS Expres je držitelem certifikátu kvality ISO 9001:2000. Je také třeba zohlednit personální složení jednotlivých středisek. Jedná se převážně o dlouholeté a zkušené zaměstnance, kteří mají značný podíl na kvalitním fungování celého systému.

### **Zákazníci a služby**

Zákazníkům firma nabízí široké spektrum služeb od dopravy zásilek, balení, skladování sdružování nebo jiných logistických služby dle potřeby klienta. Objednavateli jsou v drtivé většině výrobní podniky nebo montážní mezisklady, kterým firma zabezpečuje distribuční kanály na základě dlouhodobých smluv. Menší část zákazníků jsou jednotlivci, kteří potřebují jednorázově přepravit své zboží. Novým významným trendem jsou internetové obchody. Potvrzuje se Paretovo pravidlo 80/20, tedy 80% tržeb dělá 20% firem.

### **Konkurence v odvětví**

Největším konkurentem na trhu je Toptrans, který poskytuje totožný rozsah služeb na stejném principu. Má rovněž podobné ceny, ale je cca o 5% dražší. Dále je to nadnárodní Německá společnost Geis (Global parcel), jejich nevýhoda ovšem spočívá v tom, že nemají kvalitní a hustou síť regionálních středisek. Společnosti Čechofracht a DHL nabízejí sice obdobný produkt, ale tím že operují po celém světě a nespecializují se jen na ČR mají vyšší ceny cca o 20%. Balíkové firmy DPD, PPL, UPS, FedEx a Česká pošta představují konkurenci pouze určitého segmentu trhu, protože jejich systém přepravy umožňuje manipulaci balíků pouze do 50 kg. Naproti tomu, jejich ceně nelze konkurovat, protože nízké ceny jim umožňují obrovské objemy.

Nová konkurence, která by chtěla vstoupit na trh se stejným produktem, tedy přepravou zásilek po ČR a SR do 24 hodin by musela investovat velmi vysoké částky v řádech desítek milionů do rozjezdu regionálních středisek a centrálního překladiště. Nejsložitější je ale získání zákaznické struktury. Firmy jsou již obezřetné a zvažují, komu dají svůj produkt, aby například dopravce svým špatným přístupem nepoškodil jejich jméno. Vstup nového konkurenta se jeví, jako málo pravděpodobný.

### **Substituční výrobky**

Substituty představují jiné druhy dopravy – vlak, letadlo, kolo, motorka, kurýr. Pro daný obor činnosti vychází jakýkoliv substitut velmi negativně. Vzhledem k tomu, že se jedná se o specifické zásilky, možnost přizpůsobení nakládky potřebám zákazníka, rychlost doručení a nízké náklady, je nákladní silniční doprava těžko nahraditelná.

Vzhledem k tomu, že společnost nevlastní budovy ani pozemky a sídlí v pronajatých areálech, odpadají případnému investorovi zbytečné náklady na neoperační aktiva. Podnik se i přes drobné finanční potíže jeví jako going concern a má po opadnutí vlivů krize perspektivu dalšího růstu.

**Na základě výše uvedených skutečností a vzhledem k právě čerpanému kontokorentu na bankovním účtu ve výši 7 milionů Kč odhadujeme hodnotu firmy ke dni 31.12.2008 ve výši 30 milionů korun.**

## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo poskytnout přehled teoretických oceňovacích metod a získané poznatky implementovat do specifických podmínek firmy.

Dospěl jsem k závěru, že žádná z teoretických metod nevyhovuje daným specifikům firmy. Zejména použití výnosových metod, jež jsou založeny na předpokladech těžko předvídatelných budoucích hodnot, je nevhodné. Silnou roli zde hraje subjektivní faktor oceňovatele, který v podstatě může odhadnout hodnotu podniku libovolně. Neexistuje žádný univerzální návod, jak dojít k přesné hodnotě, za níž bude podnik prodán.

Metody relativní neboli srovnávací naráží na problém s dostupností informací o realizovaných prodejích. A pokud bychom věděli například, za kolik byl prodán obdobný podnik, stejně nevíme podrobnosti a detaily, co všechno transakce obsahovala. A i kdybychom to věděli, je dost nepravděpodobné, že by existovaly dva naprosto identické podniky, které by měli všechno stejné. Vždy budou existovat rozdíly, které změny výslednou hodnotu.

Majetkové metody sice přesně a průkazně vypovídají o majetku firmy, ale pouze v historických cenách. Což investora může zajímat pouze informativně, protože účetní hodnota neodpovídá reálnému stavu daného aktiva.

Tržní prostředí a závislost oboru dopravy na ekonomických vlivech je natolik citlivé téma, že jakákoliv predikce budoucího vývoje je nepředvídatelná. Současný vývoj celosvětové krize ještě více tento argument potvrzuje.

Proto je nutné pohlížet na podnik jako na celek, který je součástí celého trhu a tržního prostředí. Je třeba vidět a ohodnotit zejména situace, které přímo souvisí s existencí daného podniku, jako je tržní podíl, přímá konkurence, technologie, zaměstnanci, značka a dobré jméno firmy, atd. Tyto věci se nedají ocenit podle tabulek nebo koeficientů. Je nutná značná erudice a profesionalita oceňovatele.

Cíl diplomové práce byl splněn.

## Seznam použité literatury

**KISLINGEROVÁ, E.**, *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

**KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J.**, *Finanční analýza - Krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.

**KISLINGEROVÁ, E.; NEUMAIEROVÁ, I.**, *Rozbor výkonnosti firmy*. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, 2000. 112 s. ISBN 80-245-0027-2.

**KONECNÝ, M.**, *Finanční analýza a plánování*. Brno: CERM, 2004. 102 s. ISBN 80-214-2564-4.

**KRABEC, T.**, *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha : Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

**LÍZAL, L.**, *Oceňování podniku: metody, teorie a praxe*. 1.vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2001. 96 s. ISBN 80-7265-033-5.

**MAŘÍK, M.**, *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 492 s. ISBN 80-86119-57-2.

**MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.**, *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1241-6.

**MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.**, *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0

**NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.**, *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

**PETŘÍK, T.**, *Ekonomické a finanční řízení firmy*. Praha : Grada, 2009. 736 s. ISBN 978-80-247-3024-0.

**SYNEK, M.**, *Ekonomická analýza*. Praha : VŠE, 2003. 79 s. ISBN 80-245-0603-3.

**SYNEK, M.**, *Manažerská ekonomika*. Praha : Grada, 2003. 472 s. ISBN 80-247-0515-X.

Výroční zprávy společnosti CS Expres, a.s. za roky 2002–2008.

### **Internetové zdroje:**

<http://www.csexpres.cz>

<http://www.justice.cz>

<http://www.mpo.cz>

<http://www.mfcr.cz>

<http://www.cnb.cz>

<http://www.czso.cz>

<http://www.finance.cz>

<http://www.finance-management.cz>

<http://www.standardandpoors.com>

### **Seznam tabulek**

Tab. 1 Výpočet korigovaného provozního VH.....	37
Tab. 2: Výsledná hodnota podniku .....	42
Tab. 3: Výpočet tržní hodnoty kapitálu při použití metod založených na EVA.....	47
Tab. 4: Ukazatele reálné ekonomiky ČR – meziroční změny .....	65
Tab. 5: Vývoj úrokových sazeb .....	66
Tab. 6: Mezioborové srovnání přepravních výkonů nákladní dopravy .....	67
Tab. 7: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob.....	69
Tab. 8: Vývoj sazby daně z přidané hodnoty.....	70
Tab. 9: ROZVAHA - zkrácená verze a doplňující výpočty .....	81
Tab. 10: Vertikální analýza – zkrácená verze .....	81
Tab. 11: Provozní činnost CS Expres, a.s.....	86
Tab. 12: Provozní zisková marže.....	87
Tab. 13: Výsledky hospodaření CS Expres, a.s.....	88
Tab. 14: Výkaz cash flow .....	89
Tab. 15: Ukazatele rentability.....	90
Tab. 16: Ukazatele finanční stability a platební schopnosti .....	92
Tab. 17: Ukazatele aktivity .....	93
Tab. 18: Ukazatele zadluženosti .....	94

Tab. 19: Podíl čistého pracovního kapitálu .....	95
Tab. 20: Altmanův index .....	96
Tab. 21: Quick test.....	98
Tab. 22: Spider analýza poměrových ukazatelů .....	99
Tab. 23: Účetní hodnota vlastního kapitálu (Book value).....	102
Tab. 24: Propočet zisku pro ekonomickou přidanou hodnotu NOPAT.....	104
Tab. 25: Rozvaha upravená o položky účetně nevykazované .....	105
Tab. 26: Výpočet čistých operačních aktiv NOA .....	106
Tab. 27: Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu WACC.....	107
Tab. 28: Koeficienty pro výpočet výnosové míry vlastního kapitálu.....	108
Tab. 29: Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA.....	109
Tab. 30: Výpočet volného peněžního toku FCFF entity.....	110
Tab. 31: Odhad budoucího vývoje výkonů.....	112
Tab. 32: Provozní zisková marže.....	113
Tab. 33: Shrnutí výsledků jednotlivých metod.....	114

## Seznam grafů

Graf 1: Zaměstnanost a nezaměstnanost v ČR .....	62
Graf 2: Ukazatele reálné ekonomiky .....	65
Graf 3: Vývoj úrokových sazeb .....	66
Graf 4: Vývoj podílu počtu firem v dopravě a jejich podíl na tvorbě HDP .....	68
Graf 5: Vývoj HDP a přepravních výkonů nákladní dopravy .....	68
Graf 6: Vliv ekonomické krize na průmyslovou produkci .....	79
Graf 7: Vliv ekonomické krize na HDP.....	79
Graf 8: Vliv ekonomické krize na HDP ve vybraných zemích .....	80
Graf 9: Podíl jednotlivých aktiv.....	84
Graf 10: Struktura pasiv.....	85
Graf 11: Vývoj provozních výkonů a nákladů.....	87
Graf 12: Podíl složek hospodářského výsledku.....	88
Graf 13: Struktura hospodářského výsledku.....	89
Graf 14: Ukazatele rentability.....	91

Graf 15: Ukazatele likvidity .....	92
Graf 16: Ukazatele aktivity.....	93
Graf 17: Ukazatele zadluženosti .....	94
Graf 18: Podíl čistého pracovního kapitálu .....	96
Graf 19: Zscore podle Kislingerové.....	97
Graf 21: Spider analýza poměrových ukazatelů .....	100
Graf 22: Vývoj výkonů a odhad vlivu krize na CS Expres .....	113

## **Seznam obrázků**

Obr. 1: Pětifaktorová analýza podle Portera.....	16
Obr. 2: Balanced Scorecard .....	16
Obr. 3: Modely DCF z pohledu budoucích výnosů .....	36
Obr. 4: Mapa atrakční oblasti středisek CS Expres, a.s. ....	59
Obr. 5: Regionální nezaměstnanosti k 31.12.2008 podle krajů .....	63

## **Seznam příloh**

Příloha 1: SEZNAM STŘEDISEK CS EXPRES .....	123
Příloha 2: ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU - AKTIVA .....	125
Příloha 3: ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU – PASIVA .....	127
Příloha 4: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY.....	129
Příloha 5: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT .....	132
Příloha 6: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT.....	134
Příloha 7: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT .....	136
Příloha 8: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA CASH FLOW .....	138

## Příloha 1: SEZNAM STŘEDISEK CS EXPRES

Poř.č.	Středisko	atrakční oblast	adresa provozního střediska
1.	CSE (CP)	Centrální překladiště Slatiňany	<i>CS Expres, a.s.</i>
			U Cukrovaru 187
			53821 Slatiňany
2.	AC + MB	Praha Mladá Boleslav	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Cukrovarská 33
			19600 Praha 9 - Čakovice
3.	BE	Brno - západ Brno – venkov	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Hájecká 14
			61800 Brno
4.	BO	Brno - východ Brno – venkov	<i>Ladislav Okleštěk - SPEDOL</i>
			Tuřanka 1222/115
			62700 Brno
5.	CB	České Budějovice	<i>TRANSFORWARDING České Budějovice, a.s.</i>
			K.Uhlíře 42
			37006 České Budějovice
6.	AT	Praha	<i>TRANSFORWARDING České Budějovice, a.s.</i>
			Ve Žlíbku 2196
			19321 Praha 9 - Horní Počernice
7.	CR + HK	Chrudim Hradec Králové	<i>CS Expres, a.s.</i>
			U Cukrovaru 187
			53821 Slatiňany
8.	DO	Domažlice	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Nádražní 325
			33544 Kasejovice
9.	JI	Jihlava	<i>ESATRANS Jihlava s.r.o.</i>
			Školní 4680/17
			586 02 Jihlava
10.	JZ	Žďár nad Sázavou	<i>ZDAR, a.s.</i>
			Jihlavská 759/4
			59148 Žďár nad Sázavou
11.	KV	Karlovy Vary	<i>Plzeňský TEN EXPRES s.r.o.</i>
			Manětín 269
			33162 Manětín
12.	AP	Praha - Rudná	<i>Plzeňský TEN EXPRES s.r.o.</i>
			14.Chrást'any 92
			2515.219 Rudná u Prahy

13.	LI	Liberec	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Nákladní 798
			46001 Liberec
14.	OL	Olomouc	<i>Jiří Peloušek - Haná Trans</i>
			U Solných mlýnů 32
			78346 Olomouc - Holice
15.	OV + FM	Ostrava Frýdek-Místek	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Svazarmovská 317
			73802 Frýdek-Místek
16.	PM	Plzeň	<i>Plzeňský TEN EXPRES s.r.o.</i>
			Borská ulice
			32008 Plzeň
17.	UH	Uherské Hradiště	<i>V.P.M.-TRANS, s.r.o.</i>
			Osvětimany 306
			68742 Osvětimany
18.	UL	Ústí nad Labem	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Chmelnická 98
			40502 Děčín
19.	UO	Vysoké Mýto	<i>CS Expres, a.s.</i>
			Husova 452
			56601 Vysoké Mýto

Pozn. Modře jsou označena střediska (9 středisek) ve správě akciové společnosti CS Expres. Ostatních 10 středisek jsou partneři, nezávislé subjekty spolupracující s CS Expresem na základě alianční smlouvy.

## Příloha 2: ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU - AKTIVA

ř.	v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	<b>AKTIVA CELKEM (ř.2+3+28+55)</b>	<b>35 061</b>	<b>20 822</b>	<b>23 526</b>	<b>25 335</b>	<b>43 754</b>	<b>42 936</b>	<b>44 026</b>
2	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
3	<b>Stálá aktiva (ř. 4+12+22)</b>	<b>6 297</b>	<b>7 385</b>	<b>9 209</b>	<b>8 371</b>	<b>9 678</b>	<b>9 891</b>	<b>23 594</b>
4	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 5 až 11)</i>	<i>265</i>	<i>2 504</i>	<i>4 228</i>	<i>3 268</i>	<i>4 823</i>	<i>3 249</i>	<i>17 617</i>
5	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0	0
6	Nehmotné výsledky výzkumné a obd. činn.	200	100	33	0	0	0	0
7	Software	0	2 339	1 973	1 422	928	376	135
8	Ocenitelná práva	65	65	2 221	1 846	3 895	2 873	17 482
9	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0
10	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0
11	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehm. majetek	0	0	0	0	0	0	0
12	<i>Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 13 až 21)</i>	<i>6 032</i>	<i>4 881</i>	<i>4 981</i>	<i>5 103</i>	<i>4 855</i>	<i>6 642</i>	<i>5 777</i>
13	Pozemky	0	0	0	0	0	0	0
14	Stavby	196	161	127	85	246	183	158
15	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	4 883	4 418	4 775	4 840	4 595	6 459	5 619
16	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0
17	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0	0
18	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	207	143	79	36	0	0	0
19	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	746	159	0	141	14	0	0
20	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný maj.	0	0	0	0	0	0	0
21	Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0
22	<i>Dlouhodobý finanční majetek (ř.23 až 27)</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>200</i>
23	Podíl CP a vkladů v podnicích s rozhod.vlivem	0	0	0	0	0	0	200
24	Podíl CP a vkladů v podnicích s podstat.vlivem	0	0	0	0	0	0	0
25	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0	0	0
26	Půjčky podnikům ve skupině	0	0	0	0	0	0	0
27	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
28	<b>Oběžná aktiva (ř.29+36+42 + 51)</b>	<b>28 301</b>	<b>12 886</b>	<b>13 941</b>	<b>16 536</b>	<b>32 692</b>	<b>32 084</b>	<b>18 690</b>
29	<i>Zásoby (ř.30 až 35)</i>	<i>5 061</i>	<i>243</i>	<i>345</i>	<i>551</i>	<i>494</i>	<i>244</i>	<i>469</i>
30	Materiál	370	243	345	484	551	244	469
31	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0	0	0
32	Výrobky	0	0	0	0	0	0	0
33	Zvířata	0	0	0	0	0	0	0
34	Zboží	0	0	0	10	0	0	0
35	Poskytnuté zálohy na zásoby	4 691	0	0	0	0	0	0
36	<i>Dlouhodobé pohledávky (ř. 37 až 41)</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
37	Pohledávky z obchodního styku	0	0	0	0	0	0	0
38	Pohledávky ke společníkům a sdružení	0	0	0	0	0	0	0

39	Pohledávky v podnicích s rozhod. vlivem	0	0	0	0	0	0	0
40	Pohledávky v podnicích s podstat.vlivem	0	0	0	0	0	0	0
41	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
42	<i>Krátkodobé pohledávky (ř. 43 až 50)</i>	<i>9 455</i>	<i>8 427</i>	<i>13 071</i>	<i>15 946</i>	<i>27 936</i>	<i>31 092</i>	<i>25 200</i>
43	Pohledávky z obchodního styku	8 623	7 237	12 604	15 511	27 144	26 421	25 673
44	Pohledávky ke společníkům a sdružení	0	0	0	0	0	0	-1 457
45	Sociální zabezpečení	0	0	0	0	0	0	0
46	Stát - daňové pohledávky	574	534	24	40	85	375	514
47	Stát - odložená daňová pohledávka	0	0	185	341	452	3 748	299
48	Pohledávky v podnicích s rozhod. vlivem	0	0	0	54	0	0	0
49	Pohledávky v podnicích s podstat. vlivem	0	0	0	0	0	0	0
50	Jiné pohledávky	258	656	258	0	255	548	172
51	<i>Finanční majetek (ř 52 až 54)</i>	<i>13 785</i>	<i>4 216</i>	<i>525</i>	<i>39</i>	<i>4 262</i>	<i>748</i>	<i>-6 979</i>
52	Peníze	80	21	126	-257	139	632	575
53	Účty v bankách	13 705	4 195	399	296	4 124	116	-7 554
54	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
55	<b>Ostatní aktiva - přech. účty aktiv (ř.56+60)</b>	<b>463</b>	<b>551</b>	<b>376</b>	<b>428</b>	<b>1 384</b>	<b>961</b>	<b>1 742</b>
56	<i>Časové rozlišení (ř. 57 až 59)</i>	<i>463</i>	<i>551</i>	<i>376</i>	<i>428</i>	<i>1 384</i>	<i>961</i>	<i>1 742</i>
57	Náklady příštích období	463	551	376	428	1 384	961	1 742
58	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0	0
59	Kurzové rozdíly aktivní	0	0	0	0	0	0	0
60	<i>Dohadné účty aktivní</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>

### Příloha 3: ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU – PASIVA

61	<b>PASIVA CELKEM (ř. 62+79+105)</b>	<b>35 061</b>	<b>20 822</b>	<b>23 526</b>	<b>25 335</b>	<b>43 754</b>	<b>42 936</b>	<b>44 026</b>
62	<b>Vlastní kapitál (ř.63+66+71+75+78)</b>	<b>6 484</b>	<b>6 762</b>	<b>7 517</b>	<b>9 920</b>	<b>11 314</b>	<b>10 223</b>	<b>9 195</b>
63	Základní kapitál ( ř. 64+65)	9 600	9 600	9 000	9 600	9 600	8 256	9 600
64	Základní kapitál ( ř. 64+65)	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600	9 600
65	Vlastní akcie	0	0	-600	0	0	-1 344	0
66	<b>Kapitálové fondy ( ř. 67 až 70)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
67	Emisní ážio	0	0	0	0	0	0	0
68	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0
69	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku	0	0	0	0	0	0	0
70	Oceňovací rozdíly z kapitálových účastí	0	0	0	0	0	0	0
71	<b>Fondy ze zisku ( ř.72+73+74)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>321</b>	<b>1 714</b>	<b>1 312</b>
72	Zákonný rezervní fond	0	0	0	0	321	1 299	1 312
73	Nedělitelný fond	0	0	0	0	0	0	0
74	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	415	0
75	<b>Hospod. výsledek minulých let ( ř. 76+77)</b>	<b>-3 994</b>	<b>-3 247</b>	<b>-2 838</b>	<b>-898</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>240</b>
76	Nerozdělený zisk minulých let	0	0	0	0	0	0	240
77	Neuhrazená ztráta minulých let	-3 994	-3 247	-2 838	-898	0	0	0
78	<b>Hospodářský výsledek běžného účt.obd.</b>	<b>878</b>	<b>409</b>	<b>1 355</b>	<b>1 218</b>	<b>1 393</b>	<b>253</b>	<b>-1 957</b>
79	<b>Cizí zdroje ( ř. 80+84+91+91+101)</b>	<b>28 549</b>	<b>14 062</b>	<b>16 009</b>	<b>15 415</b>	<b>32 440</b>	<b>32 713</b>	<b>34 831</b>
80	<b>Rezervy</b>	<b>208</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1 088</b>	<b>2 175</b>	<b>0</b>
81	Rezervy zákonné	0	0	0	0	1 088	2 175	0
82	Rezerva na kurzové ztráty	0	0	0	0	0	0	0
83	Ostatní rezervy	208	0	0	0	0	0	0
84	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>0</b>	<b>4 643</b>	<b>575</b>	<b>545</b>	<b>403</b>	<b>382</b>	<b>8 706</b>
85	Závazky z obchodního styku	0	335	0	0	0	0	2 238
86	Závazky k podnikům s podst. vlivem	0	0	0	0	0	0	0
87	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0
88	Emitované dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0
89	Jiné závazky	0	0	0	0	0	0	6 069
90	Odložený daňový závazek	0	4 308	0	545	403	382	400
91	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>28 341</b>	<b>9 419</b>	<b>15 434</b>	<b>14 870</b>	<b>30 949</b>	<b>30 156</b>	<b>26 125</b>
92	Závazky z obchodního styku	9 976	7 262	8 749	10 786	20 503	17 707	13 273
93	Závazky ovládající a řídicí osoba	1 200	600	0	0	0	4 047	6 400
94	Závazky k zaměstnancům	344	323	315	333	303	1 467	2 449
95	Závazky ze sociálního zabezpečení	293	391	453	657	761	882	1 397
96	Stát - daňové závazky a dotace	76	96	695	719	958	808	1 103
97	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	336	252	0	450	500
98	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0	0	0	0
99	Dohadné účty pasivní	0	0	0	41	82	141	704
100	Jiné závazky	16 452	747	4 886	2 082	8 341	4 654	299
101	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
102	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0	0
103	Běžné bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0	0
104	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0
105	<b>Ostatní pasiva - přech. úč. pas. (ř.106+110)</b>	<b>28</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

106	<i>Časové rozlišení (ř.107 až 109)</i>	28	-2	0	0	0	0	0
107	Výdaje příštích období	28	-2	0	0	0	0	0
108	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	0	0
109	Kurzové rozdíly pasivní	0	0	0	0	0	0	0
110	<i>Dohadné účty pasivní</i>	0	0	0	0	0	0	0

## Příloha 4: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Rozvaha v plném rozsahu: CS Expres, a.s.		podíl na bilanční sumě		
		2006	2007	2008
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>A.</b>	<b>POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL</b>	0,0%	0,0%	0,0%
<b>B.</b>	<b>STÁLÁ AKTIVA</b>	<b>22,1%</b>	<b>23,0%</b>	<b>53,6%</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>11,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>40,0%</b>
1.	Zřizovací výdaje	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Software	2,1%	0,9%	0,3%
4.	Ocenitelná práva	8,9%	6,7%	39,7%
5.	Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%
7.	Nedokončený dlouh. nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>11,1%</b>	<b>15,5%</b>	<b>13,1%</b>
1.	Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Stavby	0,6%	0,4%	0,4%
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	10,5%	15,0%	12,8%
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%
5.	Základní stádo a tažná zvířata	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%
8.	Poskytnuté zálohy na DHM	0,0%	0,0%	0,0%
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,0%	0,0%	0,0%
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5%</b>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0,0%	0,0%	0,5%
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%
<b>C.</b>	<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>74,7%</b>	<b>74,7%</b>	<b>42,5%</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,1%</b>
1.	Materiál	1,1%	0,6%	1,1%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Výrobky	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Zvířata	0,0%	0,0%	0,0%
5.	Zboží	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0%	0,0%	0,0%
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,0%	0,0%	0,0%
5.	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%

7.	Odložená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>63,8%</b>	<b>72,4%</b>	<b>57,2%</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	62,0%	61,5%	58,3%
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,0%	0,0%	-3,3%
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Stát - daňové pohledávky	0,2%	0,9%	1,2%
7.	Ostatní poskytnuté zálohy	1,0%	8,7%	0,7%
8.	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%
9.	Jiné pohledávky	0,6%	1,3%	0,4%
<b>C.IV.</b>	<b>Finanční majetek</b>	<b>9,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-15,9%</b>
1.	Peníze	0,3%	1,5%	1,3%
2.	Účty v bankách	9,4%	0,3%	-17,2%
3.	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Požizovaný krátkodobý majetek	0,0%	0,0%	0,0%
<b>D.</b>	<b>OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,0%</b>
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,0%</b>
1.	Náklady příštích období	3,2%	2,2%	4,0%
2.	Komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%

		2006	2007	2008
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>A.</b>	<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>25,9%</b>	<b>23,8%</b>	<b>20,9%</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>21,9%</b>	<b>19,2%</b>	<b>21,8%</b>
1.	Základní kapitál	21,9%	22,4%	21,8%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0,0%	-3,1%	0,0%
3.	Změny vlastního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
1.	Emisní ážio	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Ostatní kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0,0%	0,0%	0,0%
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>0,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,0%</b>
1.	Zákonný rezervní fond	0,7%	3,0%	3,0%
2.	Statutární a ostatní fondy	0,0%	1,0%	0,0%
<b>A.IV.</b>	<b>Hospodářský výsledek minulých let</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5%</b>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	0,0%	0,0%	0,5%
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0,0%	0,0%	0,0%
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>3,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-4,4%</b>
<b>B.</b>	<b>ČIZÍ ZDROJE</b>	<b>74,1%</b>	<b>76,2%</b>	<b>79,1%</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,1%</b>	<b>0,0%</b>
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2,5%	5,1%	0,0%
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Rezerva na daň z příjmů	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Ostatní rezervy	0,0%	0,0%	0,0%
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,9%</b>	<b>19,8%</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	5,1%

2.	Závazky k ovládanými a řízenými osobami	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Závazky k účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Závazky k společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,0%	0,0%	0,0%
5.	Přijaté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%
7.	Směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%
8.	Dohadné účty pasivní	0,0%	0,0%	0,0%
9.	Jiné závazky	0,0%	0,0%	13,8%
10.	Odložený daňový závazek	0,9%	0,9%	0,9%
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>70,7%</b>	<b>70,2%</b>	<b>59,3%</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	46,9%	41,2%	30,1%
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,0%	9,4%	14,5%
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,0%	0,0%	0,0%
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,0%	0,0%	0,0%
5.	Závazky k zaměstnancům	0,7%	3,4%	5,6%
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1,7%	2,1%	3,2%
7.	Stát - daňové závazky a dotace	2,2%	1,9%	2,5%
8.	Přijaté zálohy	0,0%	1,0%	1,1%
9.	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%
10.	Dohadné účty pasivní	0,2%	0,3%	1,6%
11.	Jiné závazky	19,1%	10,8%	0,7%
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0,0%	0,0%	0,0%
<b>C.</b>	<b>OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
1.	Výdaje příštích období	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Výnosy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%

## Příloha 5: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT

č.ř.	Položka (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	Tržby za prodej zboží	0	5	0	27	160	45	-58
2	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	46	145	12	20
3	<b>Obchodní marže (ř.1 - 2)</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-19</b>	<b>15</b>	<b>33</b>	<b>-77</b>
4	<b>Výkony (ř.5+6+7)</b>	<b>58 680</b>	<b>61 079</b>	<b>61 521</b>	<b>83 853</b>	<b>109 613</b>	<b>145250</b>	<b>193931</b>
5	Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	58 680	61 079	61 521	83 853	109 613	145250	193931
6	Změna stavu vnitropodnikových zásob	0	0	0	0	0	0	0
7	Aktivace	0	0	0	0	0	0	0
8	<b>Výkonová spotřeba (ř.9+10)</b>	<b>44 656</b>	<b>44 266</b>	<b>40 153</b>	<b>55 305</b>	<b>73 917</b>	<b>103118</b>	<b>140315</b>
9	Spotřeba materiálu a energie	1 542	1 871	1 502	3 626	4 278	4959	7148
10	Služby	43 114	42 396	38 651	51 679	69 639	98159	133166
11	<b>Přidaná hodnota ( (ř.3+4) - 8 )</b>	<b>14 024</b>	<b>16 818</b>	<b>21 368</b>	<b>28 529</b>	<b>35 711</b>	<b>42165</b>	<b>53539</b>
12	<b>Osobní náklady (ř. 13 až 16)</b>	<b>12 720</b>	<b>14 897</b>	<b>16 010</b>	<b>22 268</b>	<b>28 201</b>	<b>33767</b>	<b>47334</b>
13	Mzdové náklady	9 422	11 031	12 025	16 628	21 012	24652	34544
14	Odměny členům orgánů společnosti .	0	0	0	0	0	480	105
15	Náklady na sociální zabezpečení	3 298	3 866	3 985	5 639	7 119	8507	12230
16	Sociální náklady	0	0	0	0	70	128	455
17	Daně a poplatky	71	40	31	276	275	303	347
18	Odpisy nehm. a hmotného inv. maj.	844	1 430	2 503	3 663	3 707	3632	6404
19	Tržby z prodeje inv. majetku a mat.	2 317	2 859	2 375	2 471	4 953	1888	1691
20	Zůstatková cena prod. inv. majetku a mat.	2 430	2 299	1 786	1 830	2 714	1385	723
21	Zúčtování rezerv a čas.rozl.provoz.výnosů	0	0	0	150	1 088	1235	-1316
22	Tvorba rezerv a čas.rozl.provoz. nákladů	0	0	0	0	0	0	0
23	Zúčtování opr. položek do provoz. výnosů	0	0	0	0	0	0	0
24	Zúčtování opr. položek do provoz. nákladů	0	0	0	0	0	0	0
25	Ostatní provozní výnosy	3 079	3 281	1 354	1 050	741	1465	1610
26	Ostatní provozní náklady	1 130	2 618	1 782	989	1 823	2096	2857
27	Přenos provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
28	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0
29	<b>Provozní hospodářský výsledek</b>	<b>2 224</b>	<b>1 673</b>	<b>2 980</b>	<b>2 875</b>	<b>3 597</b>	<b>3101</b>	<b>490</b>
30	Tržby z prodeje cenných pap. a vkladů	0	0	0	0	0	0	96
31	Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0	0	0
32	<b>Výnosy z finančních investic (ř.33+34+35)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
33	Výnosy z cen.pap. a vkladu v pod.ve skup.	0	0	0	0	0	0	0
34	Výnosy z ostatních inv. cen.pap. a vkladu	0	0	0	0	0	0	0
35	Výnosy z ostatních finančních investic	0	0	0	0	0	0	0
36	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
37	Zúčtování rezerv do finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
38	Tvorba rezerv na finanční náklady	0	0	0	0	0	0	0
39	Zúčtování opravných položek do fin.výnosů	0	0	0	0	0	0	0
40	Zúčtování opravných položek do fin.nákl.	0	0	0	0	0	0	0
41	<b>Výnosové úroky</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>496</b>
42	<b>Nákladové úroky</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>0</b>	<b>260</b>	<b>299</b>	<b>1300</b>

43	Ostatní finanční výnosy	519	486	557	607	425	379	934
44	Ostatní finanční náklady	1 527	1 591	1 529	1 891	2 010	2945	2613
45	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
46	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0
47	<b>Hospodářský výsl. z finančních operací</b>	<b>-991</b>	<b>-1 145</b>	<b>-1 004</b>	<b>-1 279</b>	<b>-1 842</b>	<b>-2862</b>	<b>-2386</b>
48	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>356</b>	<b>107</b>	<b>620</b>	<b>378</b>	<b>362</b>	<b>-14</b>	<b>18</b>
49	splatná ( + )	259	0	492	293	505	7	0
50	odložená	96	107	129	85	-142	-21	18
51		0	0	0	0	0	0	0
52	<b>Hospodářský výsl. za běžnou činnost</b>	<b>878</b>	<b>422</b>	<b>1 355</b>	<b>1 219</b>	<b>1 393</b>	<b>253</b>	<b>-1914</b>
53	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	8
54	Mimořádné náklady	0	13	0	0	0	0	51
55	Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0
56	splatná	0	0	0	0	0	0	0
57	odložená	0	0	0	0	0	0	0
58	<b>Mimořádný hospodářský výsledek</b>	<b>0</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-43</b>
59	Převod podílu na hosp.výsledku společníkům	0	0	0	0	0	0	0
60	<b>Hospodářský výsledek za účetní období</b>	<b>878</b>	<b>409</b>	<b>1 355</b>	<b>1 219</b>	<b>1 393</b>	<b>253</b>	<b>-1957</b>
61	<b>Hospodářský výsledek před zdaněním</b>	<b>1 234</b>	<b>516</b>	<b>1 976</b>	<b>1 596</b>	<b>1 755</b>	<b>239</b>	<b>-1939</b>

## Příloha 6: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

Položka		č.ř.	2008	2007	2006
I.	<b>Tržby za prodej zboží</b>	01	0,0%	0,0%	0,1%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	0,0%	0,0%	0,1%
+	<b>OBCHODNÍ MARŽE</b>	03	0,0%	0,0%	0,0%
II.	<b>Výkony</b>	04	100,0%	100,0%	99,9%
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	100,0%	100,0%	99,9%
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	06	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Aktivace	07	0,0%	0,0%	0,0%
B.	<b>Výkonová spotřeba</b>	08	72,4%	71,0%	67,3%
1.	Spotřeba materiálu a energie	09	3,7%	3,4%	3,9%
2.	Služby	10	68,7%	67,6%	63,4%
+	<b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>	11	27,6%	29,0%	32,5%
C.	<b>Osobní náklady</b>	12	24,4%	23,2%	25,7%
1.	Mzdové náklady	13	17,8%	17,0%	19,1%
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	14	0,1%	0,3%	0,0%
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	6,3%	5,9%	6,5%
4.	Sociální náklady	16	0,2%	0,1%	0,1%
D.	Daně a poplatky	17	0,2%	0,2%	0,3%
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	18	3,3%	2,6%	3,4%
III.	<b>Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu</b>	19	0,9%	1,3%	4,5%
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	0,2%	0,0%	2,5%
2.	Tržby z prodeje materiálu	21	0,7%	1,3%	2,0%
F.	<b>Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu</b>	22	0,4%	1,0%	2,5%
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	0,0%	0,0%	0,8%
2.	Prodaný materiál	24	0,4%	0,9%	1,7%
G.	<b>Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období</b>	25	-0,7%	0,8%	1,0%
		26	0,0%	0,0%	0,0%
IV.	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	27	0,8%	1,0%	0,7%
H.	<b>Ostatní provozní náklady</b>	28	1,5%	1,4%	1,7%
V.	Převod provozních výnosů	29	0,0%	0,0%	0,0%
I.	Převod provoz. nákladů	30	0,0%	0,0%	0,0%
*	<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	30	0,3%	2,1%	3,3%
VI.	<b>Tržby z prodeje cenných papírů a podílů</b>	31	0,0%	0,0%	0,0%
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0,0%	0,0%	0,0%
VII.	<b>Výnosy z dl. finančního majetku</b>	33	0,0%	0,0%	0,0%
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	0,0%	0,0%	0,0%
		35	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Výnosy z ostatních dl. CP a podílů	36	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	37	0,0%	0,0%	0,0%
VIII.	<b>Výnosy z krátkodobého finančního majetku</b>	38	0,0%	0,0%	0,0%
K.	<b>Náklady z finančního majetku</b>	39	0,0%	0,0%	0,0%
IX.	<b>Výnosy z přecenění CP a derivátů</b>	40	0,0%	0,0%	0,0%
L.	<b>Náklady z přecenění CP derivátů</b>	41	0,0%	0,0%	0,0%

M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	42	0,0%	0,0%	0,0%
X.	Výnosové úroky	43	0,3%	0,0%	0,0%
N.	<b>Nákladové úroky</b>	44	<b>0,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>
XI.	Ostatní finanční výnosy	45	0,5%	0,3%	0,4%
O.	Ostatní finanční náklady	46	1,3%	2,0%	1,8%
XII.	Převod finančních výnosů	47	0,0%	0,0%	0,0%
P.	Převod finančních nákladů	48	0,0%	0,0%	0,0%
*	<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	49	<b>-1,2%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-1,7%</b>
Q.	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	50	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,3%</b>
1.	splatná	51	0,0%	0,0%	0,5%
2.	odložená	52	0,0%	0,0%	-0,1%
**	<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>	53	<b>-1,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,3%</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	54	0,0%	0,0%	0,0%
R.	Mimořádné náklady	55	0,0%	0,0%	0,0%
S.	<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	56	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
1.	splatná	57	0,0%	0,0%	0,0%
2.	odložená	58	0,0%	0,0%	0,0%
*	<b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	59	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	60	0,0%	0,0%	0,0%
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	61	<b>-1,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,3%</b>
	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	62	<b>-1,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,6%</b>

## Příloha 7: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

Výkaz zisku a ztrát: CS Express, a.s.			relativní změna		absolutní změna	
Položka		č.ř.	2008	2007	2008	2007
I.	Tržby za prodej zboží	01	-228,9%	-71,9%	-103	-115
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	66,7%	-91,7%	8	-133
+	<b>OBCHODNÍ MARŽE</b>	<b>03</b>	<b>-333,3%</b>	<b>120,0%</b>	<b>-110</b>	<b>18</b>
II.	<b>Výkony</b>	04	<b>33,5%</b>	<b>32,5%</b>	<b>48 681</b>	<b>35 637</b>
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	33,5%	32,5%	48 681	35 637
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	06			0	0
3.	Aktivace	07			0	0
B.	Výkonová spotřeba	08	36,1%	39,5%	37 197	29 201
1.	Spotřeba materiálu a energie	09	44,1%	15,9%	2 189	681
2.	Služby	10	35,7%	41,0%	35 007	28 520
+	<b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>	<b>11</b>	<b>27,0%</b>	<b>18,1%</b>	<b>11 374</b>	<b>6 454</b>
C.	<b>Osobní náklady</b>	12	<b>40,2%</b>	<b>19,7%</b>	<b>13 567</b>	<b>5 566</b>
1.	Mzdové náklady	13	40,1%	17,3%	9 892	3 640
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	14	-78,1%		-375	480
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	43,8%	19,5%	3 723	1 388
4.	Sociální náklady	16	255,5%	82,9%	327	58
D.	Daně a poplatky	17	14,5%	10,2%	44	28
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	18	72,8%	0,0%	2 697	0
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	19	-10,4%	-61,9%	-197	-3 065
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	742,1%	-98,6%	282	-2 717
2.	Tržby z prodeje materiálu	21	-25,9%	-15,8%	-479	-347
F.	Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	22	-47,8%	-49,0%	-662	-1 329
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	-100,0%	-96,7%	-29	-854
2.	Prodaný materiál	24	-46,7%	-25,9%	-633	-474
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	-206,6%	13,5%	-2 551	147
IV.	Ostatní provozní výnosy	27	9,9%	97,7%	145	724
H.	Ostatní provozní náklady	28	36,3%	15,0%	761	273
V.	Převod provozních výnosů	29			0	0
I.	Převod provoz. nákladů	30			0	0
*	<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>30</b>	<b>-84,2%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-2 611</b>	<b>-496</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31			96	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32			0	0
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	33			0	0
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených os. a v úč. jednotkách pod podstatným vlivem	34			0	0
		35			0	0
2.	Výnosy z ostatních dl. CP a podílů	36			0	0
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	37			0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	38			0	0
K.	Náklady z finančního majetku	39			0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	40			0	0
L.	Náklady z přecenění CP derivátů	41			0	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. oblasti	42			0	0

X.	Výnosové úroky	43	16466,7%	0,0%	494	0
N.	<b>Nákladové úroky</b>	44	<b>334,8%</b>	<b>15,0%</b>	<b>1 001</b>	<b>39</b>
XI.	Ostatní finanční výnosy	45	146,4%	-10,8%	555	-46
O.	Ostatní finanční náklady	46	-11,3%	46,5%	-332	935
XII.	Převod finančních výnosů	47			0	0
P.	Převod finančních nákladů	48			0	0
*	<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>49</b>	<b>-16,6%</b>	<b>55,4%</b>	<b>476</b>	<b>-1 020</b>
Q.	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>50</b>	<b>-228,6%</b>	<b>-103,9%</b>	<b>32</b>	<b>-376</b>
1.	splatná	51	-100,0%	-98,6%	-7	-498
2.	odložená	52	-185,7%	-85,2%	39	121
**	<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU Č.</b>	<b>53</b>	<b>-856,5%</b>	<b>-81,8%</b>	<b>-2 167</b>	<b>-1 140</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	54			8	0
R.	Mimořádné náklady	55			51	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	56			0	0
1.	splatná	57			0	0
2.	odložená	58			0	0
*	<b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>59</b>			<b>-43</b>	<b>0</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	60			0	0
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>61</b>	<b>-873,5%</b>	<b>-81,8%</b>	<b>-2 210</b>	<b>-1 140</b>
	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>62</b>	<b>-911,3%</b>	<b>-86,4%</b>	<b>-2 178</b>	<b>-1 516</b>

## Příloha 8: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA CASH FLOW

	relativní		absolutní	
	2008	2007	2008	2007
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost bez zdanění (+/-)</b>	<b>-873,5%</b>	<b>-81,8%</b>	<b>-2 210</b>	<b>-1 140</b>
Odpisy stálých aktiv, pohledávek a opr. Pol. k nabytému majetku	76,3%	-2,0%	2 772	-75
Změna stavu rezerv	-300,1%	-0,1%	-3 262	-1
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	-287,0%	-78,9%	7 844	10 213
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	-627,4%	-105,1%	5 107	-16 752
Změna stavu zásob	-190,0%	338,6%	-475	193
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>583,6%</b>	<b>-81,9%</b>	<b>9 776</b>	<b>-7 562</b>
Investice do dlouhodobého majetku	422,9%	-23,3%	-16 262	1 169
Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0
<b>Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti</b>	<b>422,9%</b>	<b>-23,3%</b>	<b>-16 262</b>	<b>1 169</b>
Dopady změn základního kapitálu na peněžní prostředky	-169,1%	-1345%	2 273	-1 344
<b>Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti</b>	<b>-169,1%</b>	<b>-1345,0%</b>	<b>2 273</b>	<b>-1 344</b>
<b>Čisté zvýšení, respektive snížení peněžních prostředků</b>	<b>119,9%</b>	<b>-183,2%</b>	<b>-4 213</b>	<b>-7 737</b>
Stav peněžních prostředků (a ekvivalentů) na počátku období	-82,4%	10828,2%	-3 514	4 223
<b>Stav peněžních prostředků (a ekvivalentů) na konci období</b>	<b>-1033,0%</b>	<b>-82,4%</b>	<b>-7 727</b>	<b>-3 514</b>