

ZNALECKÝ POSUDEK

Č. 1 / 746 / 2015

STANOVENÍ ODHADU CENY AKCIÍ SPOLEČNOSTI ČSAD HAVÍŘOV A.S. PRO ÚČELY JEJICH VEŘEJNÉ DRAŽBY

CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s.

Praha, leden 2015

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

Zadavatel posudku:

CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., sídlem Veverí 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno, IČO: 277 58 419 (dále jen „Zadavatel“).

Účel posudku:

Stanovení odhadu ceny akcií společnosti ČSAD Havířov a.s. pro účely jejich veřejné dražby (blíže viz Kapitola 1.1).

Posudek vypracován ke dni (datum ocenění):

30.9.2014

Datum vyhotovení posudku:

8.1.2015

Posudek podal:

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.
znalecký ústav zapsaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky
se sídlem Praha 4, Antala Staška 2027/79, PSČ 140 00
IČO: 255 07 796
Tel.: 222 826 211
E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz
(dále jen „Znalecký ústav“)

Tento znalecký posudek obsahuje 50 číslovaných stran a 48 stran příloh, byl zhotoven ve 4 vyhotoveních, z nichž jedno si ponechává Znalecký ústav jako zpracovatel posudku.

Vyhotovení číslo 1 ze 4

V Praze dne 8.1.2015

OBSAH

OBSAH	3
1 ÚVOD	5
1.1 Zadání znaleckého posudku (znalecký úkol)	5
1.2 Základ hodnoty	5
1.3 Datum ocenění	6
1.4 Rozsah práce.....	6
1.5 Podklady, zdroje informací a použitá literatura	6
1.5.1 Podklady předané Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou	6
1.5.2 Podklady získané Znaleckým ústavem	6
1.5.3 Ostatní zdroje informací.....	6
1.5.4 Použitá literatura.....	7
1.6 Obecné předpoklady a omezující podmínky	8
1.7 Prohlášení.....	9
1.8 Seznam použitých zkratk	9
1.9 Poznámky	10
2 KATEGORIE HODNOTY A METODY OCEŇOVÁNÍ	11
2.1 Kategorie hodnoty.....	11
2.1.1 Tržní hodnota.....	12
2.2 Metody oceňování	12
2.2.1 Metody založené na analýze výnosů	12
2.2.2 Metody založené na analýze trhu	13
2.2.3 Metody založené na analýze majetku.....	14
N Á L E Z.....	15
3 POPIS A ZÁKLADNÍ ÚDAJE O PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....	15
3.1 Předmět ocenění	15
3.2 Identifikační údaje společnosti ČSAD Havířov	15
3.3 Makroekonomická analýza České republiky	18
3.4 Strategická analýza	19
3.4.1 Analýza vnějšího potenciálu	19
3.4.2 Analýza vnitřního potenciálu	22
3.4.3 Závěr strategické analýzy	23
3.5 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza).....	25
3.5.1 Účetní výkazy – přehled.....	25
3.5.2 Zdroje financování majetku.....	26
3.5.3 Vývoj hospodaření	27
3.5.4 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza	29
3.5.5 Poměrové ukazatele	30
3.5.6 Závěr	32
3.6 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern.....	33
P O S U D E K.....	34
4 POUŽITÉ METODY OCENĚNÍ.....	34
5 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ (KČV).....	36
5.1 Trvale odnímatelný čistý výnos.....	36

5.2	Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv	38
5.3	Stanovení hodnoty oceňovaného podniku	41
5.4	Ocenění neprovozního majetku	42
5.5	Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV	42
6	METODA ÚČETNÍ HODNOTY NA PRINCIPU HISTORICKÝCH CEN	43
6.1	Aktuální přehled aktiv evidovaných v účetnictví	43
6.2	Aktuální přehled závazků evidovaných v účetnictví	44
6.3	Výsledná hodnota stanovená metodou účetní hodnoty na principu historických cen	45
7	SHRNUTÍ POUŽITÝCH ZPŮSOBŮ (METOD) OCENĚNÍ	46
8	HODNOTA JEDNÉ AKCIE SPOLEČNOSTI ČSAD HAVÍŘOV	48
9	ZÁVĚR	48
10	SEZNAM PŘÍLOH	49
11	ZNALECKÁ DOLOŽKA	50

1 Úvod

1.1 Zadání znaleckého posudku (znalecký úkol)

Stanovení odhadu ceny akcií společnosti ČSAD Havířov a.s., se sídlem Havířov, Těšínská 1297/2b, Podlesí, PSČ 736 01, IČ: 451 92 081, v místě a čase obvyklé pro účely jejich veřejné dražby k datu 30.9.2014.

1.2 Základ hodnoty

Znalecký ústav při odhadu předmětu ocenění postupoval v souladu s ustanovením § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách č. 26/2000 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který stanovuje dražebníkovi povinnost zajistit cenu dražby v místě a čase obvyklou.

Definice tržní hodnoty je uvedena například v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS). Podle nich se tržní hodnotou rozumí „...odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Tržní hodnota podle Mezinárodních oceňovacích standardů dále vychází z konceptu Highest and Best Use Of Property (nejlepší možné využití majetku). Jedná se o „nejpravděpodobnější využití majetku, které je fyzicky možné, náležitě oprávněné, právně dovolené, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“

Koncept tržní hodnoty je až na nevýznamné odchylky v souladu s ustanovením § 2 odst. 1 zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který definuje cenu obvyklou, a v souladu s ustanovením § 13 odst. 1 zákona o veřejných dražbách č. 26/2000 Sb. ve znění pozdějších předpisů, který stanovuje dražebníkovi povinnost zajistit cenu dražby v místě a čase obvyklou.

Jako základ hodnoty pro ocenění jsme použili koncept tzv. tržní hodnoty (angl.: Market Value).

Tržní hodnota je teoretickým konceptem. Nelze vyloučit, že se odhadnutá tržní hodnota a skutečná tržní realizovaná cena budou lišit. Případný rozdíl může být způsoben řadou faktorů. Jedná se například o specifika cenového jednání a podmínky prodeje, motivace, strategie a schopnosti kupujícího a prodávajícího, likvidita předmětu prodeje, počet zájemců o koupi a obecné podmínky na trhu. Mezinárodní oceňovací standardy rozlišují tržní hodnotu od speciální hodnoty (special value), která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího. Tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti, které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivějším než

pro ostatní kupující na trhu. Tyto vlastnosti mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické nebo právní charakteristiky aktiva. K těmto aspektům nelze při odhadu tržní hodnoty přihlížet.

Proces odhadu tržní hodnoty nelze z podstaty věci považovat za vědecky přesný a objektivní. Odhady tržní hodnoty jsou proto nutně založeny na určité míře kvalifikovaného úsudku zpracovatele ocenění.

1.3 Datum ocenění

Hodnotu předmětu ocenění jsme odhadli k 30.9.2014.

1.4 Rozsah práce

Rozsah práce při plnění znaleckého úkolu vychází ze zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů a vyhlášky ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů.

Znalecký úkol je zpracován především na základě podkladů a informací předložených Znaleckému ústavu Zadavatelem posudku, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou v listinné či elektronické podobě a dále z veřejně dostupných zdrojů. Výčet použitých podkladů a zdrojů informací je uveden v Kapitole 1.5 tohoto znaleckého posudku.

Předložené podklady byly doplněny konzultacemi Znaleckého ústavu se zástupci Oceňované společnosti, které se uskutečnily v období října 2014 a ledna 2015.

1.5 Podklady, zdroje informací a použitá literatura

1.5.1 Podklady předané Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou

1. Účetní výkazy Oceňované společnosti za roky 2012, 2013 a k 30.9.2014.
2. Obratová předvaha Oceňované společnosti za rok 2013 a k 30.9.2014.

1.5.2 Podklady získané Znaleckým ústavem

1. Účetní závěrky Oceňované společnosti za roky 2009-2011.

1.5.3 Ostatní zdroje informací

1. www.cnb.cz,

2. www.justice.cz,
3. www.cidem.cz,
4. www.czso.cz,
5. www.mfcr.cz.

1.5.4 Použitá literatura

- [1] Damodaran, A.: Damodaran on Valuation – Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2006.
- [2] Brealy, R.A., Myers, S.C.: Teorie a praxe firemních financí. 1. vydání. Computer Press. Praha 2000.
- [3] IBBOTSON. Cost of Capital : 2012 Yearbook. Chicago : Morningstar, 2012.
- [4] IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926 – 2011 : 2013 Valuation Yearbook. Chicago : Morningstar, 2013.
- [5] International Valuation Standards Committee: International Valuation Standards. 8th edition. London 2007.
- [6] Kislingerová, E.: Oceňování podniku. 2. vydání. C. H. Beck. Praha 2001.
- [7] Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku – Proces ocenění - základní metody a postupy. 3. vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2011.
- [8] Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku pro pokročilé – Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. Vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2011.
- [9] Mařík, M., Maříková, P.: Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vydání. Vysoká škola ekonomická v Praze, nakladatelství Oeconomica. Praha 2007.
- [10] Mařík, M., Maříková, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 1. vydání. Ekopress, s.r.o. Praha 2007.
- [11] Mc Kinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. 4th edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2005.
- [12] Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 3. Auflage. Verlag Neue Wirtschafts-Briefe GmbH & Co. Kg. Herne/Berlin 2005.

- [13] Pratt, S.P.: Business Valuation Discounts and Premiums. 1st edition. John Wiley & Sons, Inc. New York 2000.
- [14] Pratt, S.P.: Cost of Capital – Estimation and Applications. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2002.
- [15] Pratt, S.P.: The Market Approach to Valuing Businesses. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey 2005.

1.6 Obecné předpoklady a omezující podmínky

Tento znalecký posudek byl vypracován v souladu s těmito obecnými předpoklady a omezujícími podmínkami:

- podklady a informace poskytnuté Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou, na nichž je nutně tento znalecký posudek založen, jsou považovány za věrohodné. Nebyly provedeny žádné formy šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti těchto podkladů a informací, které jsou v kompetenci jiných odpovědných osob;
- podklady a informace získané z jiných zdrojů jsou rovněž považovány za věrohodné, i když nemohly být ověřeny ve všech případech;
- při zpracování znaleckého posudku bylo přihlášeno pouze k podkladům a informacím dostupným k datu ocenění. K podkladům a informacím dostupným po datu ocenění nebo k podkladům a informacím, které nám byly zatajeny, nemohlo být přihlédnuto;
- nepřebíráme žádnou odpovědnost za nepravdivé, nesprávné, neúplné či zavádějící podklady a informace poskytnuté Zadavatelem, Oceňovanou společností či jinou pověřenou osobou nebo získané z jiných zdrojů;
- nepřebíráme žádnou odpovědnost za případné změny v tržních podmínkách, ke kterým by mohlo dojít po datu ocenění. Nemáme povinnost podaný znalecký posudek aktualizovat;
- předpokládá se odpovědné vlastnictví a výkon vlastnických práv a plný soulad skutečností a jednání oceňované společnosti včetně jejich orgánů a odpovědných pracovníků se všemi aplikovatelnými zákony a předpisy;
- předpokládá se, že mohou být získány nebo obnoveny všechny požadované licence, osvědčení o držbě, souhlasu – povolení nebo jiná legislativní nebo administrativní oprávnění;
- nepřebíráme žádnou odpovědnost za skutečnosti právní povahy včetně právního podkladu vlastnického práva. Předpokládáme, že vlastnické právo k majetku je správné, prodejné a zpeněžitelné a čisté od zadržovacích práv, služebností nebo břemen zadlužení kromě těch, které nám byly sděleny.

Tento znalecký posudek musí být posuzován jako celek a na základě v něm uvedených podmínek a předpokladů. Hodnocení jeho jednotlivých částí odděleně může být zavádějící.

Tento znalecký posudek je určen výhradně pro účely uvedené v Nabídce na poradenské služby uzavřené mezi společnostmi TPA Horwath Valuation Services s.r.o. a společností CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. (která je též smlouvou) a bez předchozího souhlasu zpracovatele nesmí být použit pro jiné než sjednané účely. Odpovědnost zpracovatele za použití tohoto znaleckého posudku pro jiné než sjednané účely nebo za zpracovatelem neodsouhlasené použití třetími stranami je vyloučena.

Bez předchozího písemného souhlasu Znaleckého ústavu jako zpracovatele tohoto znaleckého posudku nesmí být tento znalecký posudek nebo jakákoliv jeho část zveřejněna nebo předána třetím stranám s výjimkou sjednaného účelu a zákonných povinností Zadavatele znaleckého posudku vyplývajících ze sjednaného účelu podle předchozího odstavce.

1.7 Prohlášení

Prohlašujeme, že:

- nejsme podjatí ve smyslu ust. § 11 odst. 1 zákona o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb. ve znění pozdějších předpisů a že jsme nezávislí na předmětu tohoto znaleckého posudku,
- v současné době nemáme ani v blízké budoucnosti nebudeme mít účast nebo prospěch z podnikání, které je předmětem zpracovaného znaleckého posudku;
- si nejsme vědomi žádných skutečností, které by zpochybňovaly věrohodnost poskytnutých a získaných podkladů a informací;
- analýzy, názory a závěry uvedené v tomto znaleckém posudku jsou platné pouze za obecných předpokladů a omezujících podmínek, které jsou uvedeny v předchozím bodu a dále v textu tohoto znaleckého posudku a jsou našimi osobními, nezaopatřeny profesionálními analýzami, názory a závěry;
- naše pracovní zařazení, ani naše odměny nezávisí na dosažených závěrech nebo odhadnutých hodnotách;
- nemáme žádné současné ani budoucí zájmy na předmětu tohoto znaleckého posudku a z naší strany neexistuje ani osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledným hodnotám či závěrům uvedeným v tomto znaleckém posudku.

1.8 Seznam použitých zkratk

Zkratka	Význam zkratky
Znalecký ústav	společnost TPA Horwath Valuation Services s.r.o., znalecký ústav zapsaný Ministerstvem spravedlnosti České republiky pod číslem jednacím 32/99 – OOD
Oceňovaná společnost, ČSAD Havířov	ČSAD Havířov a.s., se sídlem Těšínská 1297/2b, Podlesí, PSČ 736 01, Havířov, IČ: 451 92 081

Zkratka	Význam zkratky
Zadavatel	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., sídlem Veveří 3163/111, Žabovřesky, 616 00 Brno, IČ: 277 58 419
CIDEM	CIDEM Hranice, a.s., se sídlem Hranice - Hranice I - Město, Skalní 1088, PSČ 75301, IČ: 146 17 081
ČSAD Karviná	ČSAD Karviná a.s., se sídlem Bohumínská 1876/2, Nové Město, 735 06 Karviná, IČ: 451 92 090
ČSAD Frýdek-Místek	ČSAD Frýdek - Místek a.s., Politických obětí 2238, Místek, 738 01 Frýdek-Místek, IČ: 451 92 073
BUS MANAGEMENT	BUS MANAGEMENT a.s. se sídlem Skalní 1088, Hranice I-Město, 753 01 Hranice, IČ: 277 80 937
MF	Ministerstvo financí České republiky
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie

1.9 Poznámky

Tabulky uvedené v tomto znaleckém posudku byly zpracovány převážně v tabulkovém procesoru Microsoft Excel. Vzniklé odchylky – zejména například v součtových buňkách tabulek – jsou způsobeny zaokrouhlováním.

U tabulek či grafů, u nichž není uveden zdroj informací, byly účetní výkazy společnosti, či vlastní výpočty Znaleckého ústavu, nevyplývají-li z textu jinak.

2 Kategorie hodnoty a metody oceňování

2.1 Kategorie hodnoty

Hodnota v ekonomickém smyslu má dvě základní stránky:

- užitnou hodnotu – tj. schopnost určitého statku uspokojovat lidské potřeby. Užitná hodnota přitom závisí na možnostech využití, preferencích a úmyslech vlastníka tohoto statku;
- směnnou hodnotu – pokud má statek užitnou hodnotu, je k dispozici v omezeném množství a může být předmětem směny. Směnná hodnota v peněžním vyjádření v podstatě vede k tržní hodnotě.

Hodnota zjednodušeně představuje odhad budoucích (a to nejen ekonomických) užiteků plynoucích z vlastnictví hodnoceného statku či ze získání služby. Z tohoto důvodu může mít jedna a tatáž věc pro různé subjekty různou hodnotu. Motivem k uskutečnění transakce totiž často nejsou pouze ekonomické stimuly, ale i různé zvláštní zájmy jejích účastníků.

Z praktických důvodů je však nutné omezovat se pouze na užitky vyjádřené v penězích. Hodnota obchodního závodu pak vychází z očekávaných budoucích příjmů převedených (diskontovaných) na jejich současnou hodnotu k datu ocenění – je to „*víra v budoucnost podniku vyjádřená v penězích.*“¹

Z výše uvedeného lze vyvodit, že:

- hodnota není objektivní vlastností obchodního závodu – je zpravidla založena na predikci budoucího vývoje a jde tedy pouze o odhad;
- tím, že hodnota není objektivní vlastností obchodního závodu, nelze ani sestavit algoritmus, který by umožňoval hodnotu obchodního závodu jednoznačně určit;
- hledaná hodnota závisí také na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Mezi nejčastěji používané kategorie hodnoty patří:

- tržní hodnota
- reálná hodnota
- objektivizovaná hodnota
- investiční hodnota
- speciální hodnota
- hodnota při stávajícím využití

¹ viz [7] Mařík, M. a kol., str. 20

- cena obvyklá

2.1.1 Tržní hodnota

Tržní hodnotou se podle *Mezinárodních oceňovacích standardů* rozumí odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.²

Tržní hodnota nereflektuje náklady transakce (prodeje či koupě majetku, resp. služby) a související daně. V pojetí *Mezinárodních oceňovacích standardů* je založena na předpokladu *Highest and Best Use* (nejlepšího a nejvyššího využití), který v podstatě znamená takové možné, proveditelné, legální a oprávněné využití majetku, které má za následek jeho nejvyšší hodnotu.

2.2 Metody oceňování

Teorie oceňování rozeznává v zásadě tři okruhy oceňovacích metod:

- Metody založené na analýze výnosů.
- Metody založené na analýze trhu.
- Metody založené na analýze majetku.

2.2.1 Metody založené na analýze výnosů

Výnosové metody oceňování jsou založeny na úvaze, že hodnota aktiva je dána očekávaným užitekem, který toto aktivum přinese jeho držiteli. Tento okruh oceňovacích metod tedy víceméně vychází z odhadu, jaký (peněží vyjádřitelný) užitek vygeneruje aktivum v budoucím období. Predikované budoucí příjmy (čisté, tj. snížené o výdaje vynaložené na jejich dosažení) jsou pak převedeny na současnou hodnotu k datu ocenění. Převodem na současnou hodnotu je zohledněn fakt, že investor příjmy z obchodního závodu nezíská okamžitě, ale až za určitou dobu (faktor času) a navíc je vystaven riziku, že příjmy nebudou dosaženy v očekávané výši (faktor rizika). Výnosová hodnota je pak rovna součtu diskontovaných reálných budoucích příjmů za dobu, po kterou se předpokládá, že mohou být dosahovány.

Výnosové metody ocenění se nejčastěji používají pro perspektivní, ziskové obchodní závody, u nichž je možné odůvodněně plánovat budoucnost.

² International Valuation Standards 2007, str. 76 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1)

Do skupiny metod ocenění založených na analýze výnosů se řadí zejména:

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda byla vypracována a je používána zejména v německy mluvících zemích. Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů vychází z výnosů pouze na úrovni vlastníků a výsledkem tak je přímo (netto) hodnota vlastního kapitálu (nedochází tedy k odečtení cizího kapitálu).

V závislosti na chápání čistých výnosů, které jsou základem ocenění touto metodou, se rozeznávají dvě základní varianty:

- Varianta založená na peněžních tocích – prakticky ji lze ztotožnit s metodou DCF Equity. Tato varianta je rozšířena především v akademických kruzích.
- Varianta „praktiků“ – byla zpracována německým Institutem auditorů (IDW). Čistý výnos je odvozován zejména z upravených výsledků hospodaření (jakožto rozdílů upravených účetních výnosů a nákladů). Rozdíl oproti výše uvedené variantě spočívá v tom, že plánované investice jsou do ocenění promítnuty prostřednictvím odpisů. Oproti metodě DCF se jedná o určité zjednodušení, které se však opírá o jednoduchou logiku – než naplánovat investice v nesprávné výši a době, je lepší vycházet z odpisů, které jsou sice účetní, ale pravidelně se opakující položkou, jejíž odhad je snazší.

V rámci této varianty se dále rozlišují dvě metody propočtu výnosové hodnoty – analytická a paušální.

2.2.2 Metody založené na analýze trhu

Metody založené na analýze trhu nejlépe vyhovují konceptu tržní hodnoty, protože, jak již z pojmenování této skupiny vyplývá, opírají se o tržní data. Primárně vycházejí ze skutečných cen zjištěných z již realizovaných transakcí. Použití tržních metod ocenění je však na druhou stranu limitováno požadavkem na rozsáhlou informační základnu. Oceňovatel totiž musí mít k dispozici přesné informace o dostatečném množství transakcí uskutečněných v časově ne příliš vzdáleném období. Navíc je nezbytné, aby obchodní závody, které byly předmětem posuzovaných transakcí, byly porovnatelné, tj. měly co nejvíce shodných rysů s obchodním závodem oceňovaným. Naplnění všech výše uvedených předpokladů je v řadě případů velmi náročné.

Do tohoto okruhu oceňovacích metod patří především:

- Ocenění na základě tržní kapitalizace.
- Ocenění na základě srovnatelných obchodních závodů.

- Ocenění na základě srovnatelných transakcí.
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.
- Ocenění na základě údajů o obchodních závodech uváděných na burzu.

2.2.3 Metody založené na analýze majetku

Výsledkem ocenění na základě analýzy majetku je hodnota majetkové podstaty obchodního závodu – tzv. substanční hodnota. Substanční hodnota je v praxi pojímána jako obecný termín pro všechny druhy majetkového ocenění. Substanční hodnota zásadně představuje souhrn individuálně oceněných položek majetku, od níž je odečtena suma individuálně oceněných závazků.

Ocenění založené na analýze majetku lze rozdělit na základě zásad a předpokladů, podle nichž jsou oceněny jednotlivé majetkové položky. Nejčastěji se člení podle toho, zda se při ocenění vychází z předpokladu dalšího pokračování obchodního závodu či nikoliv:

- Ocenění na principu reprodukčních cen – vychází z předpokladu trvalé (resp. dlouhodobé) existence obchodního závodu, tzv. principu going concern. Do této skupiny se řadí:
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen.
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen.
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů.
 - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot.
- Ocenění likvidační hodnotou – v tomto případě se nepředpokládá dlouhodobější existence obchodního závodu.

Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Tato metoda vychází přímo z účetní hodnoty vlastního kapitálu uvedeného v rozvaze oceňované společnosti – jako netto hodnota vlastního kapitálu se tedy chápe účetní vlastní kapitál. Výsledná hodnota je do značné míry závislá na účetní politice společnosti, což může být, zejména u společností, jejichž účetní závěrky nejsou ověřovány auditorem, problematické.

Účetní ocenění tak má v rámci ocenění obchodního závodu spíše doplňkovou roli.

N Á L E Z

3 Popis a základní údaje o předmětu ocenění

3.1 Předmět ocenění

Jak vyplývá ze zadání znaleckého posudku (blíže viz Kapitola 1.1), jsou předmětem ocenění akcie společnosti ČSAD Havířov a.s.

3.2 Identifikační údaje společnosti ČSAD Havířov

Obchodní firma	ČSAD Havířov a.s.
Sídlo	Těšínská 1297/2b, Podlesí, 736 01 Havířov
Identifikační číslo	451 92 081
Právní forma	Akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	Oddíl B, vložka 369
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. dubna 1992
Základní kapitál	152 185 000 Kč
Statutární orgán – představenstvo	TOMÁŠ VAVŘÍK, dat. nar. 15. února 1972 ROMAN VÝVODA, dat. nar. 27. února 1967 Ing. BARBORA WEISSOVÁ, dat. nar. 27. května 1968

Struktura společníků

Jediným akcionářem společnosti ČSAD Havířov s podílem vyšším než 20 % je k datu ocenění společnost CIDEM s podílem 86,59 %.

Podnikatelská činnost

Společnost ČSAD Havířov byla založena dne 25.4.1992 na základě prohlášení Fondu národního majetku České republiky o založení akciové společnosti dle § 172 obchodního zákoníku sepsaným ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 7 a vznikla dne 30.4.1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku. V roce 1997 došlo k začlenění do skupiny obchodních, dopravních a výrobních firem sdružených kolem společnosti CIDEM Hranice, a.s.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- opravy karosérií,
- provozování cestovní kanceláře,
- provozování čerpacích stanic s palivy a mazivy,
- zámečnictví,
- silniční motorová doprava osobní,
- pronájem a půjčování věcí movitých,
- zprostředkování služeb,
- testování, měření a analýzy,
- opravy silničních vozidel a jejich příslušenství,
- zpracování gumárenských směsí,
- velkoobchod,
- maloobchod tabákovými výrobky,
- specializovaný maloobchod,
- maloobchod motorovými vozidly a jejich příslušenstvím,
- skladování zboží a manipulace s nákladem,
- výroba čalounických výrobků,
- nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení;
- velkoobchod;
- přípravné práce pro stavby,
- hostinská činnost,
- nákup, prodej a skladování zkapalněných uhlovodíkových plynů v tlakových nádobách
 - a) nad 1000 kg skladovací kapacity
 - b) nad 40 kg náplně tlakové nádoby
 - c) do 40 kg náplně tlakové nádoby a do 1000 kg skladovací kapacity včetně;
- realitní činnost,
- nakládání s odpady (vyjma nebezpečných),
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence;
- činnost technických poradců v oblasti bezpečnosti práce, vodního hospodářství, ochrany ovzduší, odpadového hospodářství a ekologie;
- činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců;
- poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany,

- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy,
- montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyny.

3.3 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

3.4 Strategická analýza

V případě ocenění společnosti ČSAD Havířov bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz Kapitola 4) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

3.4.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný obchodní závod operuje.

Hlavními činnostmi společnosti je provozování silniční osobní a nákladní dopravy, okrajovými činnostmi je poskytování servisně opravárenských služeb, skladování a služeb cestovní kanceláře.

Provoz osobní dopravy v Havířově zajišťuje formou veřejné linkové osobní dopravy přepravu cestujících mezi Havířovem, Karvinou, Orlovou, Ostravou, Bohumínem a Frýdkem – Místkem včetně nácestných obcí. Dále je zajišťována komplexně městská autobusová doprava v Havířově a přilehlých obcích.

Činnost nákladní dopravy je orientována především na vnitrostátní silniční dopravu, přepravu technických plynů v cisternách a ostatní služby.

Další činností společnosti je provádění komplexních opravárenských služeb jak pro vlastní dopravní prostředky, tak i na zakázku pro vozidla cizích dopravců, které zahrnují údržbu, opravy a servisní služby nákladních vozidel, užitkových vozidel, autobusů, opravy přívěsů, návěsů, speciálních a osobních vozidel.

Společnost dále nabízí obchodně technické služby, v rámci kterých poskytuje veškeré služby v rámci koncesních listin a živnostenských listů.

Služby cestovní kanceláře zahrnují nejen realizaci vlastních zájezdů s využitím vlastních zájezdových autobusů, ale i provizní prodeje zájezdů ostatních cestovních kanceláří.

Pro dosažení komplexní nabídky služeb jsou provozovány vlastní sklady v Havířově a Karviné.

Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do tříd 49.31 Městská a příměstská pozemní doprava, 49.39 Ostatní pozemní osobní doprava a 49.41 Silniční nákladní doprava.

3.4.1.1 Charakteristika a vývoj v odvětví osobní silniční dopravy

Veřejná hromadná doprava osob se v žádné vyspělé zemi neobejde bez veřejné podpory. Smlouvy o závazcích veřejné služby jsou uzavírány v případech, kdy není možné zajistit požadovanou obsluhu území na komerčním základě a kdy je provozování veřejné dopravy ve veřejném zájmu. Veřejné finance umožňují existenci veřejné dopravy jako funkční sítě.

Ceny veřejné linkové osobní vnitrostátní autobusové dopravy a dopravy osob městské hromadné a příměstské provozované v rámci městské hromadné dopravy jsou regulovány státem dle zákona č. 526/1990 Sb. o cenách ve znění zákona č. 403/2009 Sb. Seznam zboží s regulovanými cenami vydává ministerstvo financí jako své cenové rozhodnutí podle § 10 zákona č. 526/2009 Sb., o cenách, formou výměrů publikovaných v Cenovém věstníku. Aktuálním výměrem je Výměr MF č. 13/2013. Podmínky regulace jsou stanoveny v jednotlivých bodech tohoto výměru týkajících se výše uvedených činností a v přílohách č. 2 a 6.

Regulace věcným usměrňováním znamená mimo jiné i to, že dopravci jsou povinni poskytovat slevy pro určité kategorie cestujících. Každoročně jsou také výměrem upravovány ceny pro propočet plného (obyčejného) věcně usměrňovaného jízdného.

Veřejná linková doprava není tedy příliš rentabilní činností a musí být dotována, na druhou stranu je její provoz ve veřejném zájmu, a lze tedy očekávat určitou stabilitu hospodaření v této činnosti. Základní formou podpory veřejné dopravy je v České republice úhrada prokazatelné ztráty krajem, obcemi nebo státem. Hlavním deklarovaným cílem je podpora služeb obecného hospodářského zájmu (bezpečnosti a spolehlivosti veřejné dopravy) s ohledem na zvýšení ochrany životního prostředí, sekundárním cílem podpora přístupnosti vozidel veřejné dopravy pro osoby se sníženou schopností pohybu a orientace.

Dotace na obnovu vozového parku pro veřejnou dopravu je v České republice další z forem, kterými stát dotuje veřejnou dopravu. Podpora obnovy vozového parku je účelově vázanou systémovou investiční dotací. V roce 2013 společnost získala investiční dotace od Ministerstva dopravy a Ministerstva průmyslu ČR.

V červnu roku 2013 byla vládou ČR schválena Dopravní politika ČR pro období 2014 – 2020 s výhledem do roku 2050. Jednou z priorit politiky je snižování dopadu dopravy na zdraví a životní prostředí, dále patří mezi cíle politiky rozvoj dopravní infrastruktury, zvýšení bezpečnosti dopravy, vyšší využití moderní technologie a snížení energetické náročnosti dopravy. Zásadním východiskem pro politiku je Bílá kniha – Plán jednotného evropského dopravního prostoru – vytvoření konkurenceschopného dopravního systému účinně využívajícího zdroje, což je nová evropská dopravní politika na období 2012 – 2020 s výhledem do roku 2050.

Vývoj celkových přepravních výkonů v roce 2013 stagnoval, zaznamenán byl pouze nevýrazný meziroční nárůst o 0,2 %. Podíl veřejné dopravy na celkových přepravních výkonech pozemní

dopravy se v letech 2007 – 2013 zvýšil o 3,6 % na 33,7 %, přičemž v roce 2010 činil 33,1 %. To je velmi pozitivní z pohledu zastavení individualizace dopravy typické pro 90. léta minulého století. Tato skutečnost je z pohledu snižování vlivu dopravy na životní prostředí a zdraví obyvatel pozitivní, neboť veřejná doprava je přepravně efektivnější a méně zatěžuje životní prostředí ve srovnání s individuální automobilovou dopravou.

Pro analýzu vývoje výstupů (výkonů) odvětví osobní dopravy ve fyzických jednotkách použijeme ukazatel počet přepravených osob za rok. Vývoj tohoto ukazatele za minulost znázorňují následující tabulky.

Autobusová doprava	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přepravené osoby celkem (tis. osob)	388 261	367 648	372 548	364 616	344 888	337 978

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Přeprava cestujících MHD	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přeprava cestujících celkem (mil. osob)	2 269	2 262	2 260	2 139	2 274	2 173

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Přepravní výkony v autobusové dopravě od roku 2010 mírně klesají, v přepravě cestujících městskou hromadnou dopravou se dlouhodobě udržují na úrovni okolo 2 200 mil. osob.

3.4.1.2 Charakteristika a vývoj v odvětví nákladní silniční dopravy

Nákladní doprava je faktorem výrazně ovlivňujícím konkurenceschopnost české ekonomiky v EU. Dopravní, distribuční a logistické procesy jsou jedním z důležitých aspektů této konkurenceschopnosti, a proto budou veřejným sektorem podporovány. V Nařízení Rady (EHS) č.1107/70 ze dne 4. června 1970, o poskytování podpor dopravě po železnici, silnici a vnitrozemských vodních cestách, ve znění pozdějších předpisů, se v článku 3 uvádí, že členské státy mohou podporovat rozvoj kombinovaných přeprav investiční pomocí pro infrastrukturu kombinované dopravy (překladiště), pevná a mobilní zařízení pro překládku a speciální zařízení určená pouze pro kombinovanou přepravu.

Objem přepravených věcí v silniční nákladní dopravě v roce 2013 vykázal mírný nárůst oproti roku 2012 a dostal se na přibližnou úroveň z roku 2011. Celkově objem přepravených věcí v silniční nákladní dopravě vykazuje dlouhodobý pokles, nárůst v roce 2013 byl vůbec první po několika letech.

Silniční nákladní doprava	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přeprava věcí celkem (tis. tun)	423 598	325 052	301 453	288 581	281 398	289 146

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Pro analýzu vývoje výstupů (výkonů) odvětví ve fyzických jednotkách za minulost použijeme ukazatel tun kilometr (zkratka: tkm). Ukazatel tun kilometrů dostaneme, když vynásobíme počet najetých kilometrů a počet přepravených tun nákladu. Vývoj tohoto ukazatele ukazuje níže uvedená tabulka.

Silniční nákladní doprava	2005	2009	2010	2011	2012	2013
Přepravní výkon celkem (mil. tkm)	43 447	44 954	51 832	54 830	51 228	54 893

Zdroj: Ročenka dopravy České republiky 2013

Z tabulky je zřejmé, že výkony v silniční nákladní dopravě dosáhly od roku 2005 nejvyšší hodnoty. Po slabém roce 2009 následoval v roce 2010 a 2011 růst, v roce 2012 došlo k poklesu na úroveň roku 2010 a v roce 2013 opět došlo k nárůstu na úroveň z roku 2011.

Pro pohled na vývoj cen za minulost použijeme index cen tržních služeb.

Indexy cen nákladní dopravy, skladování a cen za poštovní a kurýrní služby (průměr roku 2005 = 100)									
Kód		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
49-51	Nákladní doprava celkem	101,9	105,7	109,1	103,7	103,5	105,5	106,4	103,6
4941	Silniční nákladní doprava	102,3	106,7	110,6	103,5	103,2	105,7	106,6	105,7

Zdroj: Český statistický úřad

Z údajů o cenách v nákladní dopravě vyplývá skutečnost, že po roce 2008, kdy propukla ekonomická krize, byli dopravci nuceni snížit ceny pro udržení konkurenceschopnosti. V roce 2011 došlo k mírnému zvýšení cen v nákladní dopravě, tento nárůst pokračoval i v roce 2012, nedostal se však na úroveň z roku 2008. V roce 2013 došlo opět k poklesu. Podobný vývoj je zřetelný také u silniční nákladní dopravy s tím rozdílem, že v roce 2013 došlo k mírnějšímu poklesu, nežli u nákladní dopravy.

Podnikatelské prostředí v oblasti nákladní dopravy je dnes poměrně nestabilní. Nestabilita byla způsobena prudkým oslabováním kurzu koruny a růstem cen pohonných hmot. Zákazníci na tento pokles eurových příjmů a navýšení nákladových položek nereagovali adekvátním navýšením cen, důsledkem čehož je dnes podnikání s velkou mírou rizika a minimální ziskovostí. Většina dopravců z nákladní dopravy vykazuje průběžnou ztrátu, kterou se snaží dorovnávat jinými podnikatelskými aktivitami, které souvisí více či méně s dopravou. Nicméně toto období je pouze přechodné a dá se očekávat postupné navyšování tržeb za dopravu a vyrovnané hospodaření. Obecně je však tento obor ve velké recesi, která je navíc umocňována nesolidním podnikatelským prostředím a vysokou mírou konkurence.

3.4.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

3.4.2.1 Konkurence

V oblasti veřejné vnitrostátní pravidelné autobusové dopravy se pohybuje mnoho konkurenčních subjektů a jednotlivé kraje vypisují tendry na zabezpečení těchto služeb, kde si navzájem jednotliví

dopravci konkurují. Nejsilnějším konkurentem je mezinárodní společnost ARRIVA MORAVA (součást holdingu ARRIVA TRANSPORT ČESKÁ REPUBLIKA a.s.), která provozuje autobusovou dopravu v Moravskoslezském (Ostrava, Nový Jičín, Bruntál, Třinec a Český Těšín) a Olomouckém kraji (Olomouc, Přerov, Šumperk a Jeseník).

V oblasti městské hromadné dopravy je konkurence omezená, provozuje ji v každém městě většinou pouze jeden subjekt.

Mezi konkurenty společnosti v oblasti nákladní dopravy patří všechny dopravní společnosti, které disponují moderním dopravním parkem a mají dobrou pověst na dopravním trhu. Díky širokému záběru v oblasti kamionové dopravy (přepravy z různých regionů celé ČR) není možno jako konkurenci označit pouze dopravce z regionu Moravskoslezského kraje, ale prakticky z celé republiky. K tomu navíc přistupuje konkurence ze zemí východní Evropy, která se v budoucnu bude snažit více prosadit na českém trhu.

3.4.2.2 Dodavatelé

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Díky velikosti společnosti je vyjednávací pozice velmi dobrá, jelikož je možno ve velkém uplatnit množstevní slevy nebo slevy pro konkrétního zákazníka na základě dlouhodobé spolupráce. Vývoj nákladů je však určován zejména cenou ropy na světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací ve společnosti – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

3.4.2.3 Citlivost na sezónní a cyklické faktory

Obor nákladní dopravy je typický svojí závislostí na dopravních potřebách výrobců, a proto je sezónnost závislá na jejich požadavcích. Obecně je možno konstatovat, že výrazný pokles je v období počátku roku, dále v letních měsících (zejména srpen) a poslední dva týdny v roce. Naopak výrazný nárůst zájmu o dopravu je v měsících září – listopad a první polovina prosince. Sezónní výkyvy v městské hromadné dopravě mají obdobný průběh jako v železniční i autobusové dopravě, cestující nejméně využívají městskou hromadnou dopravu v letních měsících, kdy jsou prázdniny, dovolené a navíc v tomto období lidé více využívají i cyklistickou dopravu. V dalších čtvrtletích není rozdíl ve využívání MHD tak velký, i když se dá ve 4. čtvrtletí, tedy v době sychravého počasí, vyzorovat mírný nárůst.

3.4.3 Závěr strategické analýzy

Společnost ČSAD Havířov podniká v několika segmentech trhu a její činnosti jsou diverzifikované. Regulovaná odvětví, jako je poskytování služeb linkové dopravy a městské hromadné dopravy

v Havířově nejsou příliš rentabilní, na druhou stranu existuje veřejný zájem dopravní obslužnost zachovat, a proto lze očekávat poměrně stabilní výsledky z těchto činností (po zahrnutí dotace krajů a obcí na krytí prokazatelné ztráty). Problémem v této souvislosti je fakt, že objem dotací na zabezpečení dopravní obslužnosti v pravidelné osobní dopravě často nestačí na pokrytí nákladů.

Silniční nákladní doprava je velmi cyklickým a málo rentabilním odvětvím, avšak z dostupných dat lze vyzorovat postupné oživení tohoto sektoru. Servisní služby jsou závislé na míře nutnosti oprav vlastních autobusů, jejichž průměrný stav je v současnosti pravděpodobně poměrně uspokojivý (společnost navíc čerpala dotace na pořízení nových autobusů z ROP Moravskoslezsko v letech 2011 – 2013), a především na vývoji hospodářské situace a poptávky po těchto službách na trhu.

Z minulých výsledků společnosti lze usuzovat o značné stabilitě výsledků společnosti, a i přes nepříliš dobré vyhlídky na relevantních trzích lze předpokládat ziskové fungování společnosti do budoucna.

3.5 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

3.5.1 Účetní výkazy – přehled

3.5.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období 1.1. – 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT s.r.o. zapsanou v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

3.5.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 – 2013 k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	511 110	515 829	506 830	514 596	617 510	541 152
B. Dlouhodobý majetek	395 886	402 366	381 568	371 457	376 116	351 909
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	4 971	4 624	7 102	4 250	1 979	648
3. Software	0	816	966	4 250	1 979	648
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 971	3 808	6 136	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	288 417	295 008	271 732	264 473	272 928	250 052
B.II.1 Pozemky	53 420	53 420	53 420	53 420	53 420	53 421
2. Stavby	73 254	75 010	78 005	75 841	73 767	69 474
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	155 309	161 598	136 916	131 948	142 279	119 022
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	6 434	4 980	257	130	179	4 853
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	3 134	3 134	3 283	3 282
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	102 498	102 734	102 734	102 734	101 209	101 209
B.III. 1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	102 498	102 734	102 734	102 734	100 709	100 709
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	500	500
C. Oběžná aktiva	114 501	113 081	124 090	142 595	240 619	189 129
C.I. Zásoby	24 428	25 304	29 522	31 376	28 347	28 053
C.I.1. Materiál	23 962	25 016	29 283	29 625	26 699	26 653
3. Výrobky	0	0	0	1 304	1 237	1 339

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
5. Zboží	466	288	239	447	411	61
C.II. Dlouhodobé pohledávky	50	50	0	0	0	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	50	50	0	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	66 595	67 148	59 969	39 354	121 107	41 411
C.III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	64 104	58 610	41 425	34 055	35 249	32 444
2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	15 181	0	81 786	0
6. Stát - daňové pohledávky	836	4 487	1 122	0	1 606	5 680
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	486	1 492	445	2 354	1 357	1 452
8. Dohadné účty aktivní	205	1 986	1 220	2 401	232	1 459
9. Jiné pohledávky	964	573	576	544	877	377
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	23 428	20 579	34 599	71 865	91 165	119 665
C.IV. 1. Peníze	1 951	1 560	2 042	1 961	1 777	2 189
2. Účty v bankách	21 477	19 019	32 557	69 904	89 388	117 476
D.I. Časové rozlišení	723	382	1 172	544	775	114
D.I. 1. Náklady příštích období	306	353	490	177	284	114
3. Příjmy příštích období	417	29	682	367	491	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, tvořený zejména dopravními prostředky. Další významnou položkou je dlouhodobý finanční majetek, který je tvořen 100 % podílem ve společnosti ČSAD Karviná a 25 % podílem ve společnosti BUS MANAGEMENT.

3.5.2 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	511 110	515 829	506 830	514 596	617 510	541 152
A. Vlastní kapitál	410 054	422 849	436 468	445 732	419 513	454 317
A.I. Základní kapitál	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185
A.I.1. Základní kapitál	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185	152 185
A.II. Kapitálové fondy	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776
2. Ostatní kapitálové fondy	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776	39 776
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	31 017	31 017	51 017	62 604	90 710	90 710
A.III. 1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	31 017	31 017	31 017	31 017	31 017	31 017
Statutární a ostatní fondy	0	0	20 000	31 587	59 693	59 693

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
2.						
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	148 936	168 053	168 076	152 380	0	668
A.IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let	148 936	168 053	168 076	152 380	0	668
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období /+/-/	38 140	31 818	25 414	38 787	136 842	170 978
B. Cizí zdroje	84 530	78 704	58 381	58 575	188 986	78 760
B.I. Rezervy	3 736	1 074	1 074	1 037	1 062	1 062
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 400	0	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy	1 336	1 074	1 074	1 037	1 062	1 062
B.II. Dlouhodobé závazky	19 987	22 863	20 655	20 056	19 950	19 950
10. Odložený daňový závazek	19 987	22 863	20 655	20 056	19 950	19 950
B.III. Krátkodobé závazky	60 807	54 767	36 652	37 482	167 974	57 748
B.III. 1. Závazky z obchodních vztahů	21 847	28 784	14 253	11 191	17 126	21 650
2. Závazky - ovládající a řídící osoba	10 000	10 000	0	0	0	0
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	634	681	952	1 664	128 621	4 942
5. Závazky k zaměstnancům	14 912	7 117	6 762	9 992	7 393	6 815
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 461	4 029	3 474	3 789	4 022	3 559
7. Stát - daňové závazky a dotace	2 143	-2 860	3 350	3 267	3 870	13 792
8. Krátkodobé přijaté zálohy	2 718	3 056	4 293	2 913	3 095	3 079
10. Dohadné účty pasivní	4 893	3 542	2 876	3 928	3 112	3 455
11. Jiné závazky	199	418	692	738	735	455
C.I. Časové rozlišení	16 526	14 276	11 981	10 290	9 011	8 075
C.I.1. Výdaje příštích období	212	273	199	453	1 090	327
2. Výnosy příštích období	16 314	14 003	11 782	9 837	7 921	7 748

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

3.5.3 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společností v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Tržby za prodej zboží	5 319	4 418	6 427	4 479	5 005	3 104
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 466	3 610	4 360	3 645	3 825	2 597
Obchodní marže	853	808	2 067	834	1 180	507
Výkony	313 607	329 920	304 580	285 080	282 795	202 152

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	312 536	328 713	303 032	283 144	281 237	202 028
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	731	-67	102
Aktivace	1 071	1 207	1 548	1 205	1 625	22
Výkonová spotřeba	162 161	180 220	173 017	159 395	160 239	106 719
Spotřeba materiálu a energie	120 923	137 606	137 650	127 035	124 616	83 332
Služby	41 238	42 614	35 367	32 360	35 623	23 387
Přidaná hodnota	152 299	150 508	133 630	126 519	123 736	95 940
Osobní náklady	139 487	134 112	135 821	137 398	132 747	103 658
Mzdové náklady	103 696	97 057	97 628	100 325	95 657	75 842
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	701	720	1 380	720	720	270
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	32 765	34 069	33 804	33 429	33 386	25 238
Sociální náklady	2 325	2 266	3 009	2 924	2 984	2 307
Daně a poplatky	16 574	19 005	13 745	8 929	9 444	6 905
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	40 112	46 680	45 489	48 201	46 744	33 713
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	68 038	69 816	86 941	45 007	40 649	39 672
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2 357	878	25 030	937	2 681	2 674
Tržby z prodeje materiálu	65 681	68 938	61 911	44 070	37 968	36 998
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	62 114	66 112	81 421	41 386	37 512	36 952
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 089	1 002	23 149	4	1 782	1 944
Prodaný materiál	61 025	65 110	58 272	41 382	35 730	35 008
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-244	-2 299	5 088	-75	173	0
Ostatní provozní výnosy	91 121	90 202	101 344	106 631	108 878	81 439
Ostatní provozní náklady	7 116	7 316	8 924	5 883	3 432	2 585
Provozní výsledek hospodaření	46 299	39 600	31 427	36 435	43 211	33 238
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	9 704	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	25	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	8 750	91 153	137 500
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	8 750	91 153	137 500
Výnosové úroky	617	687	276	647	612	391
Nákladové úroky	341	249	189	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	1 741	593	890	418	665	102
Ostatní finanční náklady	1 924	1 841	837	722	686	175
Finanční výsledek hospodaření	93	-810	140	9 093	101 423	137 818
Daň z příjmů za běžnou činnost	8 252	6 972	6 153	6 741	7 792	78
- splatná	6 983	4 097	8 361	7 340	7 898	78
- odložená	1 269	2 875	-2 208	-599	-106	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	38 140	31 818	25 414	38 787	136 842	170 978
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	38 140	31 818	25 414	38 787	136 842	170 978

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Výsledek hospodaření před zdaněním	46 392	38 790	31 567	45 528	144 634	171 056

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Položky tržby z prodeje materiálu a prodaný materiál představují tržby z prodeje pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik v rámci servisní činnosti. Ostatní provozní výnosy představují dotace kraje a obcí na krytí prokazatelné ztráty a dotace EU.

3.5.4 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byla zvolena za vztahovou veličinu položka Tržby za prodej zboží plus Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobím končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

3.5.4.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma byla ve sledovaném období stabilní, pouze mezi lety 2012 a 2013 došlo k jejímu nárůstu o 20%, což bylo způsobeno nárůstem oběžných aktiv, zejména krátkodobých pohledávek za ovládající a řídicí osobou;
- na straně pasiv došlo mezi roky 2012 a 2013 k nárůstu cizích zdrojů způsobenému zvýšením krátkodobých závazků ke společníkům, členům družstva a jiným účastníkům sdružení;
- mezi lety 2009 až 2011 docházelo k poklesu provozního výsledku hospodaření, v letech 2011 až 2013 naopak provozní výsledek hospodaření vykazoval nárůst.

3.5.4.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- podíl dlouhodobého majetku na aktivech ve sledovaném období klesal ze 77 % na 72 % v roce 2012 a v roce 2013 klesl přibližně na úroveň 60 %. Podíl oběžného majetku se mírně zvyšoval, a to z podílu 22 % na 28 % v roce 2012 a na úroveň 39 % v roce 2013;
- nejvýznamnější podíl na celkových pasivech má vlastní kapitál. Jeho podíl ve sledovaném období postupně rostl z 80 % na 86 %, což bylo způsobeno zejména kumulací zisků, ovšem v roce 2013 jeho podíl poklesl na úroveň 68 %;
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů výkonová spotřeba, která se poměrně stabilně udržuje po celé sledované období na úrovni 50 - 55 %, a dále pak osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují na úrovni 40 - 47 %.

3.5.5 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. 1 tohoto znaleckého posudku.

3.5.5.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	7,52%	6,21%	5,04%	7,54%	22,16%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	12,04%	9,58%	8,22%	13,40%	47,55%
Obrat celkových aktiv	0,62	0,65	0,61	0,56	0,47
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	9,30%	7,52%	5,82%	8,70%	32,62%
Rentabilita tržeb	11,96%	9,52%	8,17%	13,40%	47,55%
Finanční páka	1,25	1,22	1,16	1,15	1,47
Obrat aktiv	0,62	0,65	0,61	0,56	0,47

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost po celé období dosahovala kladných hodnot rentability. Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu v letech 2009 - 2011 klesala, což bylo způsobeno růstem likvidity společnosti (kumulováním likvidních finančních prostředků na bankovních účtech) a zejména poklesem přidané hodnoty společnosti především z důvodu nárůstu cen pohonných hmot, který se projevil do nákladů na materiál. Naopak v letech 2012 a zejména v roce 2013 došlo k výraznému nárůstu hodnot rentabilit, což bylo dáno zejména nárůstem výsledku hospodaření z běžné činnosti díky prodeji 25 % podílu ve společnosti TRANSCARGO, s.r.o. a přijatých dividend.

3.5.5.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	53 644	58 264	87 438	105 113	72 645	131 381
Pracovní kapitál na aktiva	10,50%	11,30%	17,25%	20,43%	11,76%	24,28%
Běžná likvidita	1,88	2,06	3,39	3,80	1,43	3,28
Pohotová likvidita	1,48	1,60	2,58	2,97	1,26	2,79
Peněžní likvidita	0,39	0,38	0,94	1,92	0,54	2,072

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Během sledovaného období se zvyšoval podíl pracovního kapitálu na aktivech kromě roku 2013, kdy došlo k poklesu zejména díky nárůstu krátkodobých závazků. Ukazatele likvidity dosahují požadovaných hodnot a společnost nemá problémy platit své splatné závazky. Na druhou stranu není příliš žádoucí, aby stále rostly, jelikož jejich růst působí negativně na rentabilitu (tyto prostředky je žádoucí investovat s vyšší mírou výnosu než úrok na bankovních účtech).

3.5.5.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv	584,95	563,14	594,82	648,67	783,15
Doba obrátu zásob	27,96	27,62	34,65	39,55	35,95
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	76,22	73,31	70,38	49,61	153,59
Doba splatnosti krátkodobých závazků	69,59	59,79	43,02	47,25	213,03
obchodní přebytek / deficit	-6,62	-13,52	-27,36	-2,36	59,44

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala vysokých hodnot ukazatele doba obrátu aktiv, což je dáno zejména kapitálovou náročností podnikatelské činnosti (vlastnictví rozsáhlého vozového parku). Důležitým ukazatelem je doba inkasa krátkodobých pohledávek, která by měla ukazovat, jak rychle je společnost schopna inkasovat své pohledávky. Společnost v letech 2009 – 2012 dosahovala vyšší

doby inkasa krátkodobých pohledávek než doby splatnosti krátkodobých závazků, což naznačuje oslabení obchodní pozice společnosti, ovšem v roce 2013 doba splatnosti krátkodobých závazků převýšila dobu inkasa krátkodobých pohledávek, což bylo dáno zejména nárůstem krátkodobých pohledávek a závazků mezi spřízněnými osobami vzniklými z titulu dividend.

3.5.5.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	16,54%	15,26%	11,52%	11,38%	30,60%	14,55%
Úrokové krytí I.	117,69	134,93	163,99	-	-	-

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Havířov za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost nemá problémy s hrazením nákladových úroků a vykazuje po celé sledované období nízkou účetní zadluženost, výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k nárůstu cizích zdrojů zvýšením krátkodobých závazků. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím svědčí o lepší finanční situaci ve společnosti. V roce 2012 a 2013 společnost neevidovala nákladové úroky, proto nebyl ukazatel vyjádřen.

3.5.6 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti ČSAD Havířov, lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti je na dobré úrovni. Hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti z různých pohledů dosáhly většinou uspokojivých až velmi dobrých hodnot. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz lze učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

3.6 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti ČSAD Havířov výnosovou metodu. Jelikož se jedná o společnost se stabilními výsledky a v budoucnosti není plánovaný růst, ale zachování výsledků ve výši zejména posledních let, je použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z již dosažených výsledků společnosti s předpokladem jejich opakování v budoucnosti, blíže viz Kapitola 4.

P O S U D E K

4 Použité metody ocenění

Ocenění akcií společnosti ČSAD Havířov bylo provedeno níže uvedenými metodami: výnosů.

- Výnosovou metodou kapitalizovaných čistých výnosů,
- Metodou účetní hodnoty na principu historických cen.

Výsledkem ocenění těmito metodami je hodnota obchodního závodu na úrovni jmění, která byla v posledním kroku (Kapitola 8) převedena na základě pro rata výpočtu na hodnotu jedné akcie společnosti CIDEM.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

Ocenění na základě analýzy majetku nemá, i s přihlédnutím k tomu, že naším úkolem je v tomto posudku stanovit tržní hodnotu akcií společnosti, žádný samostatný význam (Mařík, 2011a, str. 425). Slouží tedy spíše jako doplňková informace o hodnotě majetku společnosti. V rámci majetkových metod ocenění byla vzhledem ke své průkaznosti při stanovení hodnoty akcií společnosti ČSAD Havířov použita metoda účetní hodnoty na principu historických cen. Tato metoda je používána především jako doplňková k hlavní oceňovací metodě. Vychází z historických pořizovacích cen majetku upravených dle účetních principů na zůstatkové ceny a z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Hlavní výhodou metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Mezi největší nevýhody patří její nižší vypovídací schopnost z důvodu odklonu účetních principů od reality. Typickými příklady tohoto odklonu jsou:

- (i) standardizované nastavení účetních odpisů majetku,
- (ii) rozdíl mezi účetní zůstatkovou cenou a tržní hodnotou především dlouhodobého majetku v čase a
- (iii) aktiva a závazky, které nejsou v účetních výkazech uvedeny (např. leasing, know-how).

Ocenění jmění společnosti ČSAD Havířov metodou účetní hodnoty na principu historických cen je provedeno v Kapitole č. 6.

Účetní ocenění tak má v rámci ocenění obchodního závodu spíše doplňkovou roli.

5 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

5.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti ČSAD Havířov byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013³. Vzhledem k výsledkům společnosti k 30.9.2014, uvedených v dostupných účetních výkazech, lze očekávat za rok 2014 podobný vývoj hospodaření jako v roce 2013, čímž se potvrzuje předpoklad dlouhodobě udržitelného výsledku hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	46 392	38 790	31 567	45 528	144 634	
(+) Odpisy	40 112	46 680	45 489	48 201	46 744	
(-) Finanční výnosy	-2 358	-1 280	-1 166	-9 815	-102 134	
(+) Finanční náklady mimo úroky	1 924	1 841	837	722	711	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-68 038	-69 816	-86 941	-45 007	-40 649	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	62 114	66 112	81 421	41 386	37 512	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	80 146	82 327	71 207	81 015	86 818	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	86 828	87 873	74 587	82 149	86 818	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	86 828	175 746	223 760	328 597	434 090	1 249 021

* údaje o míře inflace v ČR vycházejí z Makroekonomické predikce MF (viz Kapitola 3.3)

Tržby za prodej materiálu a náklady na prodaný materiál byly Znaleckým ústavem zahrnuty do upraveného výsledku hospodaření, neboť se jedná o výsledky pravidelně se opakující z jedné z provozních činností podniku. Tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku na druhou stranu nelze zahrnout, neboť se ve většině případů jedná o odprodej starých autobusů, což je jednorázová operace.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	83 268
Odpisy z roku 2013	46 744
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	36 524
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	36 524

³ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	83 268
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	6 940
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	29 584

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

5.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byl použit dlouhodobý průměr výnosnosti T.Bonds (za období 1928 až 2013), která činí 2,52 % p.a. (zdroj: www.damodaran.com).

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsáním způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví Transportation ve výši 0,86 pro podniky z USA (www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti ČSAD Havířov.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON⁴, kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková premie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem z 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byla dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikována přírážka za menší společnost ve výši 6,01 %.

Uvedená přírážka slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	
Bezriziková sazba	2,52%
Riziková premie	4,62%
Beta nezadlužená	0,86
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0
Beta zadlužená	0,86
Riziková premie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%

⁴ IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	13,55%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	13,55%
(-) Dlouhodobá predikovaná míra inflace v ČR	2,00%
Reálná kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	11,55%

5.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \text{TOČV} / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,

TOČV = trvale odnímatelný čistý výnos,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosažení číselných hodnot:

$$H_n = 29\,584 / 0,1155$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti ČSAD Havířov na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 256 072 tis. Kč.

5.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 100% podíl ve společnosti ČSAD Karviná a 25 % podíl ve společnosti BUS MANAGEMENT. Tyto obchodní podíly byly oceněny pro rata dle hodnoty jmění dané společnosti. Ocenění jmění společnosti ČSAD Karviná je uvedeno v příloze č. 1 a společnosti BUS MANAGEMENT v příloze č. 3.

Společnost	Podíl / obchodní podíl	Jmění	Hodnota podílu / obchodního podílu
ČSAD Karviná	100%	295 651	295 651
BUS MANAGEMENT	25%	8 850	2 213

5.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní	256 072
Neprovozní majetek k datu ocenění	297 864
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	553 935

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD HAVÍŘOV
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení

553 935 000 Kč.

6 Metoda účetní hodnoty na principu historických cen

Druhým použitým způsobem je ocenění na základě analýzy majetku – na bázi účetních historických cen. Tato metoda je používána především jako doplňková k hlavní oceňovací metodě. Vychází z historických pořizovacích cen majetku upravených dle účetních principů na zůstatkové ceny a z nominální hodnoty závazků evidovaných k datu ocenění v účetnictví. Hlavní výhodou metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Mezi největší nevýhody patří její nižší vypovídací schopnost z důvodu odklonu účetních principů od reality. Typickými příklady tohoto odklonu jsou:

- (i) standardizované nastavení účetních odpisů majetku,
- (ii) rozdíl mezi účetní zůstatkovou cenou a tržní hodnotou především dlouhodobého majetku v čase a
- (iii) aktiva a závazky, které nejsou v účetních výkazech uvedeny (např. leasing, know-how).

Ocenění obchodního závodu vychází z ocenění podle účetních zásad, na jejichž podkladě je sestavena rozvaha. Ta je pak chápána jako souhrnné ocenění obchodního závodu. Za hodnotu netto se pak považuje účetní hodnota vlastního kapitálu.

V rámci výpočtu netto hodnoty obchodního závodu se od účetní hodnoty aktiv odečte účetní hodnota závazků, tj. součet cizích zdrojů a časového rozlišení.

6.1 Aktuální přehled aktiv evidovaných v účetnictví

Majetek společnosti ČSAD Havířov měl podle nám poskytnutých účetních výkazů 30.9.2014 následující strukturu.

tis. Kč		30.9.2014
AKTIVA CELKEM		541 152
B.	Dlouhodobý majetek	351 909
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	648
3.	Software	648
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	250 052
B.II.1.	Pozemky	53 421
2.	Stavby	69 474
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	119 022
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 853
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	3 282
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	101 209
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	100 709
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	500

tis. Kč		30.9.2014
C.	Oběžná aktiva	189 129
C.I.	Zásoby	28 053
C.I.1.	Materiál	26 653
3.	Výrobky	1 339
5.	Zboží	61
C.III.	Krátkodobé pohledávky	41 411
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	32 444
6.	Stát - daňové pohledávky	5 680
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 452
8.	Dohadné účty aktivní	1 459
9.	Jiné pohledávky	377
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	119 665
C.IV.1.	Peníze	2 189
2.	Účty v bankách	117 476
D.I.	Časové rozlišení	114
D.I. 1.	Náklady příštích období	114

Zdroj: Účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

6.2 Aktuální přehled závazků evidovaných v účetnictví

Cizí zdroje společnosti ČSAD Havířov měly podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu:

tis. Kč		30.9.2014
B.	Cizí zdroje	78 760
B.I.	Rezervy	1 062
4.	Ostatní rezervy	1 062
B.II.	Dlouhodobé závazky	19 950
10.	Odložený daňový závazek	19 950
B.III.	Krátkodobé závazky	57 748
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	21 650
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	4 942
5.	Závazky k zaměstnancům	6 815
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 559
7.	Stát - daňové závazky a dotace	13 792
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	3 079
10.	Dohadné účty pasivní	3 455
11.	Jiné závazky	455
C.I.	Časové rozlišení	8 075

tis. Kč	30.9.2014
C.I.1. Výdaje příštích období	327
2. Výnosy příštích období	7 748

Zdroj: Účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

6.3 Výsledná hodnota stanovená metodou účetní hodnoty na principu historických cen

Účetní hodnota netto společnosti byla stanovena ve výši rozdílu hodnoty aktiv a závazků ke dni 30.9.2014. Výpočet je uveden v následující tabulce (tis. Kč):

Aktiva	541 152
Závazky	86 835
Účetní hodnota netto	454 317

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD Havířov a.s. URČENÁ

METODOU účetní hodnoty na principu historických cen činí k datu ocenění a po zaokrouhlení

454 317 tis. Kč

7 Shrnutí použitých způsobů (metod) ocenění

Jak již bylo uvedeno v Kapitole 4 tohoto znaleckého posudku, bylo pro splnění zadaného znaleckého úkolu použito více metod (způsobů) ocenění. Jednalo se o:

- výnosovou metodu kapitalizovaných čistých výnosů
- metodu účetní hodnoty na principu historických cen.

Každá z uvedených metod vedla k jinému výsledku. Z logiky obchodního zákoníku je však zřejmé, že výsledná hodnota nemůže být určena jako interval, ačkoliv by to z povahy věci bylo správnější, ale pouze jako jedna konkrétní částka.

Výsledná hodnota může být, je-li k dispozici několik odlišných hodnot zjištěných různými metodami, stanovena na úrovni:

- Průměru hodnot zjištěných ať již na základě všech či pouze některých z použitých metod – byť by se jednalo o průměr vážený, odborná literatura tento postup jednoznačně nedoporučuje.
- Konkrétní hodnoty zjištěné pouze jednou z použitých metod – každé z použitých metod by měla být přiřazena v rámci výsledného ocenění určitá funkce, a to po zvážení charakteru jednotlivých metod, posouzení situace oceňovaného obchodního závodu, zhodnocení kvantity a kvality vstupních dat, apod. Výsledky ostatních metod by pak měly vytvořit jakýsi rámec pro hodnotu zvolenou jakožto základní.

Doporučení uváděná v odborné literatuře⁵ týkající se použitých metod ocenění jsou následující:

- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů – je vhodná tam, kde nejsou splněny některé předpoklady pro použití metody DCF, tzn. tam, kde nejsme schopni dlouhodobě plánovat peněžní toky, především investiční výdaje. Dále je odůvodnitelné využít ji v případě ocenění obchodního závodu se stabilními výsledky a působícího v necyklickém odvětví. Paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů je pak vhodná tam, kde je mimořádně obtížné odhadnout budoucí vývoj, ale přitom lze předpokládat, že obchodní závod bude dosahovat minimálně dosavadních čistých výnosů.
- Účetní hodnota – její výhodou je zejména průkaznost a snadná reprodukovatelnost s tím, že má určitou vypovídací schopnost o historických cenách majetku společnosti. Na druhou stranu však právě skutečnost, že „nehledí“ do budoucna a nedokáže tak kvantifikovat očekávané budoucí užitky včetně vyčíslení příslušného rizika jejich dosažení, způsobuje, že

⁵ Např. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 424-426. ISBN 978-80-86929-67-5.

její význam pro stanovení tržní hodnoty obchodního závodu je veskrze jen pomocný. Výsledná hodnota stanovená touto metodou navíc nezohledňuje potenciální závazky.

Na základě výše uvedených doporučení odborné veřejnosti a po zvážení všech relevantních skutečností volíme výslednou hodnotu na úrovni hodnoty stanovené metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Shrnutí výsledků ocenění je patrné z následující tabulky (Kč):

Metoda ocenění	Hodnota dle zvolené metody (Kč)	Váha ve výsledné hodnotě	Výsledná hodnota (váha * hodnota dle zvolené metody)
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	553 935 000	1	553 935 000
Účetní hodnoty na principu historických cen	454 317 000	0	0
Celkem			553 935 000

8 Hodnota jedné akcie společnosti ČSAD Havířov

Jak již bylo uvedeno v Kapitole 4., posledním krokem je přepočet hodnoty jmění společnosti ČSAD Havířov na hodnotu jedné akcii společnosti pro účely veřejné dražby akcií.

V následující tabulce je uveden přepočet hodnoty jmění společnosti ČSAD Havířov na hodnotu jedné akcie na tzv. pro rata bázi.

Druh	Jmenovitá hodnota (Kč)	Počet (ks)	Jmenovitá hodnota akcií (Kč)	Výsledná hodnota (Kč)	Výsledná hodnota na akcii (Kč)
kmenové akcie na jméno	1 000 Kč	152 185	152 185 000	553 935 000	3 640

Hodnota jedné akcie o jmenovité hodnotě 1 000 Kč společnosti CIDEM činí k datu ocenění

3 640 Kč.

9 Závěr

Cílem předloženého znaleckého posudku bylo stanovení odhadu ceny akcií společnosti ČSAD Havířov a.s., se sídlem Těšínská 1297/2b, Podlesí, PSČ 736 01, Havířov, IČ: 451 92 081, v místě a čase obvyklé pro účely jejich veřejné dražby k datu ocenění 30.9.2014.

Hodnota předmětu ocenění byla určena k 30.9.2014.

Na základě provedené analýzy k uvedenému datu činí hodnota jedné akcie 3 640 Kč.

Uvedená hodnota je bez případné DPH.

10 Seznam příloh

1. Ocenění společnosti ČSAD Karviná a.s. (21 stran)
2. Ocenění společnosti ČSAD Frýdek - Místek a.s. (20 stran)
3. Ocenění společnosti BUS MANAGEMENT, a.s. (6 stran)
4. Výpočet jednotlivých poměrových ukazatelů (1 strana)

11 Znalecká doložka

Znalecký posudek podala společnost TPA Horwath Valuation Services s.r.o. se sídlem Praha 4, Antala Staška 2027/79, PSČ 140 00, IČO 255 07 796 jako znalecký ústav zapsaný pro znaleckou činnost v oboru ekonomika na základě rozhodnutí Ministerstva spravedlnosti ČR č.j. 32/99 – OOD ze dne 16.3.1999 a jeho doplnění ze dne 26.5.1999 a rozhodnutí Ministerstva spravedlnosti ČR č.j.: 82/2013-OSD-SZN/6 ze dne 8.8.2013 a č.j.: 92/2014-OSD-SZN/8 ze dne 18.12.2014 pro:

- oceňování podniků,
- oceňování movitého a nemovitého majetku včetně technologií,
- oceňování nehmotného majetku,
- oceňování nepeněžitých vkladů do obchodních společností,
- oceňování majetku a závazků při transformacích obchodních společností,
- hodnocení projektů transformací obchodních společností,
- oceňování cenných papírů,
- účetní evidence.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 1 / 746 / 2015 znaleckého deníku.

Na vypracování tohoto znaleckého posudku se podíleli Ing. Pavel Kohoutek, Ing. Simona Jílková, Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. a Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. a/nebo Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. mohou osobně stvrdit správnost tohoto posudku č. 1 / 746 / 2015 a mohou podat žádaná vysvětlení před orgánem veřejné moci.

Za zpracovatele:

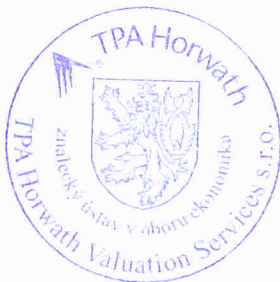
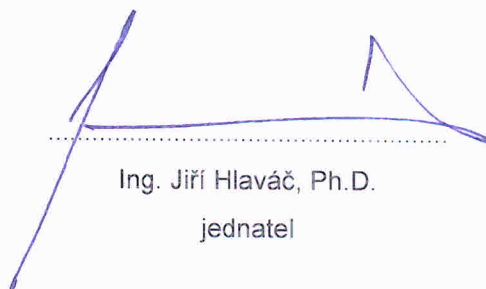


Ing. Pavel Kohoutek
consultant



Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D.
senior manager

Jednatel společnosti:

Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D.
jednatel

Příloha č. 1

Ocenění společnosti ČSAD Karviná a.s (21 stran)

1 Ocenění jmění společnosti ČSAD Karviná

1.1 Identifikační údaje společnosti ČSAD Karviná

Obchodní firma	ČSAD Karviná a.s.
Sídlo	Karviná - Nové Město, Bohumínská 1876/2, PSČ 735 06
Identifikační číslo	451 92 090
Právní forma	akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl B, vložka 370
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. dubna 1992
Základní kapitál	193 536 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Ing. Tomáš Vavřík, dat. nar. 15. února 1972
	Ing. Roman Vývoda, dat. nar. 27. února 1967
	Radoslav Bendík, dat. nar. 28. listopadu 1968

Jediným akcionářem společnosti ČSAD Karviná je k datu ocenění společnost ČSAD Havířov.

ČSAD Karviná byla založena dne 25.4.1992 na základě prohlášení Fondu národního majetku České republiky o založení akciové společnosti dle § 172 obchodního zákoníku sepsaným ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 7 a vznikla dne 30.4.1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- opravy karosérií,
- zámečnictví,
- provozování cestovní kanceláře,
- provozování čerpacích stanic s palivy a maziv,
- opravy a montáž měřidel,
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- opravy ostatních dopravních prostředků,
- technickoorganizační činnost v oblasti požární ochrany,
- činnost technických poradců v oblasti chemie,

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

- silniční motorová doprava nákladní,
- silniční motorová doprava osobní,
- opravy silničních vozidel,
- pronájem a půjčování věcí movitých,
- velkoobchod,
- nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení-velkoobchod,
- maloobchod motorovými vozidly a jejich příslušenstvím,
- údržba motorových vozidel a jejich příslušenství,
- realitní činnost,
- nakládání s odpady (vyjma nebezpečných),
- výroba, instalace a opravy elektronických zařízení,
- činnost technických poradců v oblasti bezpečnosti práce, vodního hospodářství, ochrany ovzduší, odpadového hospodářství a ekologie,
- testování, měření a analýzy,
- činnost technických poradců v oblasti energetiky,
- činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců,
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy,
- správa a údržba nemovitostí.

Společnost ČSAD Karviná se zabývá poskytováním komplexních služeb osobní dopravy a servisních služeb.

1.2 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

1.3 Strategická analýza ČSAD Karviná

V případě ocenění společnosti ČSAD Karviná bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný podnik operuje.

Hlavními činnostmi společnosti je provozování silniční osobní dopravy a poskytování servisně opravárenských služeb.

Provozy osobní dopravy v Karviné a Orlové zajišťují formou veřejné linkové osobní dopravy přepravu cestujících mezi Karvinou, Orlovou, Ostravou a Bohumínem, dále pak do Ostravy, Havířova a nácestných obcí. Rovněž zajišťují komplexně městskou autobusovou dopravu v Karviné a Orlové. Dalším okruhem podnikání v rámci osobní přepravy je příležitostná vnitrostátní a mezinárodní doprava, která je řízena vlastní dopravně cestovní kanceláří.

Provoz servisně – opravárenský poskytuje ve své opravně v Karviné komplexní opravárenské služby vlastním dopravním provozům a na zakázku i pro vozidla cizích dopravců.

Obchodně technické služby zahrnují služby v rámci výše uvedených koncesních listin a živnostenských listů.

Služby cestovní kanceláře zahrnují nejen realizaci vlastních zájezdů s využitím vlastních zájezdových autobusů, ale i provizní prodeje zájezdů ostatních cestovních kanceláří.

Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do dvou tříd: 49.31 Městská a příměstská pozemní doprava a 49.39 Ostatní pozemní osobní doprava.

Odvětví osobní silniční dopravy bylo již analyzováno v rámci strategické analýzy společnosti ČSAD Havířov (Kapitola č. 3.4.).

1.3.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

1.3.2.1 Konkurence

V oblasti veřejné vnitrostátní pravidelné autobusové dopravy se pohybuje mnoho konkurenčních subjektů a jednotlivé kraje vypisují tendry na zabezpečení těchto služeb, kde si navzájem jednotliví dopravci konkurují. Nejsilnějším konkurentem je mezinárodní společnost ARRIVA MORAVA a.s. (součást holdingu ARRIVA TRANSPORT ČESKÁ REPUBLIKA a.s.), která provozuje autobusovou dopravu v Moravskoslezském (Ostrava, Nový Jičín, Bruntál, Třinec a Český Těšín) a Olomouckém kraji (Olomouc, Přerov, Šumperk a Jeseník).

V oblasti městské hromadné dopravy je konkurence omezená, provozuje ji v každém městě většinou pouze jeden subjekt.

1.3.2.2 Dodavatelé

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Díky velikosti společnosti a faktu, že je součástí skupiny CIDEM, je vyjednávací pozice velmi dobrá, jelikož je možno ve velkém uplatnit množstevní slevy nebo slevy pro konkrétního zákazníka na základě dlouhodobé spolupráce. Vývoj nákladů je však určen zejména cenou ropy na světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací ve společnosti – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

1.3.2.3 Citlivost na sezónní a cyklické faktory

Sezónní výkyvy v městské hromadné dopravě mají obdobný průběh jako v železniční i autobusové dopravě, cestující nejméně využívají městskou hromadnou dopravu v letních, kdy jsou prázdniny, dovolené a navíc v tomto období lidé více využívají i cyklistickou dopravu. V dalších čtvrtletích není rozdíl ve využívání MHD tak velký, i když se dá ve 4. čtvrtletí, tedy v době sychravého počasí, vyzorovat mírný nárůst.

1.3.3 Závěr strategické analýzy

Společnost ČSAD Karviná podniká převážně v regulovaných odvětvích, jako je poskytování služeb linkové dopravy a městské hromadné dopravy v Karviné a Orlové. Tato odvětví nejsou příliš rentabilní, na druhou stranu existuje veřejný zájem dopravní obslužnost zachovat, a proto lze očekávat poměrně stabilní výsledky z těchto činností. Problémem v této souvislosti je fakt, že objem dotací na zabezpečení dopravní obslužnosti v pravidelné osobní dopravě často nestačí na pokrytí nákladů.

Společnost se snaží rozvíjet doplňkové služby související s dopravou, jako jsou servisní služby. Ty jsou závislé na míře nutnosti oprav vlastních autobusů a hlavně na vývoji hospodářské situace a poptávky po těchto službách na trhu (omezení investic do dlouhodobého majetku v době recese).

Z minulých výsledků společnosti lze usuzovat o značné stabilitě výsledků společnosti, lze předpokládat ziskové fungování společnosti i do budoucna.

1.4 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.4.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období 1.1. - 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT s.r.o. zapsanou v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

1.4.1.1 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	395 769	394 337	406 675	433 048	603 122	407 717
B. Dlouhodobý majetek	287 167	280 445	283 184	270 214	271 015	245 430
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	3 516	3 160	2 920	2 521	1 166	380
3. Software	0	707	467	2 521	1 166	380
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 516	2 453	2 453	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	225 112	218 645	221 623	209 053	210 734	185 935
B.II.1. Pozemky	33 523	33 523	33 523	30 292	30 291	30 292
2. Stavby	78 919	76 648	74 660	72 466	71 068	69 529
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	112 597	107 998	108 575	102 104	104 924	81 429
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	635	635	719	0	0	202
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	359	4 619	4 619	4 833	4 833
9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-562	-518	-473	-428	-382	-349
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	58 539	58 640	58 641	58 640	59 115	59 115
B.III.1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	58 539	58 640	58 616	58 615	58 615	58 615
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	25	25	500	500
C. Oběžná aktiva	92 782	99 042	109 382	149 979	320 073	150 858
C.I. Zásoby	8 846	8 460	8 899	7 583	7 101	6 702
C.I.1. Materiál	8 600	8 352	8 634	7 473	7 024	6 645
5. Zboží	246	108	265	110	77	57
C.II. Dlouhodobé pohledávky	282	205	5	5	5	5
C.II.1. Pohledávky z obchodních vztahů	282	205	0	0	0	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	5	5	5	5
C.III. Krátkodobé pohledávky	29 575	68 218	19 403	10 934	160 642	12 311

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
C.III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	13 001	10 874	10 269	5 983	5 033	5 009
2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	10 000	10 000	0	0	0	0
6. Stát - daňové pohledávky	4 113	4 909	7 019	1 893	4 561	4 912
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	792	407	367	881	519	428
8. Dohadné účty aktivní	352	512	165	352	459	1 446
9. Jiné pohledávky	1 317	41 516	1 583	1 825	150 070	516
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	54 079	22 159	81 075	131 457	152 325	131 840
C.IV. 1. Peníze	287	644	335	1 138	1 128	1 506
2. Účty v bankách	53 792	21 515	80 740	130 319	151 197	130 334
D.I. Časové rozlišení	15 820	14 850	14 109	12 855	12 035	11 429
D.I. 1. Náklady příštích období	15 801	14 848	13 972	12 850	11 953	11 429
3. Příjmy příštích období	19	2	137	5	82	0

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvořil v letech 2009 - 2012 dlouhodobý hmotný majetek, tvořený především dopravními prostředky. V roce 2013 tvořila nejvýznamnější položku aktiv oběžná aktiva, a to zejména krátkodobé pohledávky z titulu dividend.

1.4.2 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
PASIVA CELKEM	395 769	394 337	406 675	433 048	603 122	407 717
A. Vlastní kapitál	343 945	356 948	367 029	394 650	483 259	374 984
A.I. Základní kapitál	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536
A.I.1. Základní kapitál	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536	193 536
A.II. Kapitálové fondy	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925
2. Ostatní kapitálové fondy	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925	30 925
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	36 368	37 306	37 956	59 350	88 404	88 403
A.III. 1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	36 368	37 306	37 956	38 460	38 707	38 707
2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	20 890	49 697	49 696
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	64 355	82 178	94 531	83 218	0	40 394
A.IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let	64 355	82 178	94 531	83 218	0	40 394
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního	18 761	13 003	10 081	27 621	170 394	21 726

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
období /+ -/						
B. Cizí zdroje	51 535	37 012	39 385	38 185	119 709	32 651
B.I. Rezervy	5 576	269	226	217	219	219
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	5 261	0	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy	315	269	226	217	219	219
B.II. Dlouhodobé závazky	13 595	15 225	15 792	14 473	14 671	14 671
9. Jiné závazky	403	0	0	0	0	0
10. Odložený daňový závazek	13 192	15 225	15 792	14 473	14 671	14 671
B.III. Krátkodobé závazky	32 364	21 518	23 367	23 495	104 819	17 761
B.III. 1. Závazky z obchodních vztahů	10 219	7 909	8 007	6 111	9 813	4 616
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	210	209	210	210	81 995	210
5. Závazky k zaměstnancům	12 474	5 624	5 702	5 854	5 569	5 354
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 008	3 007	2 776	2 769	2 734	2 566
7. Stát - daňové závazky a dotace	1 301	420	783	4 113	560	521
8. Krátkodobé přijaté zálohy	2 810	2 838	4 834	2 919	2 998	3 021
10. Dohadné účty pasivní	1 729	1 099	1 046	1 515	1 104	1 319
11. Jiné závazky	613	412	9	4	46	154
C.I. Časové rozlišení	289	377	261	212	154	81
C.I.1. Výdaje příštích období	9	2	10	5	2	70
2. Výnosy příštích období	280	375	251	207	152	11

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009 – 2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

1.4.3 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty oceňované společností v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
I. Tržby za prodej zboží	1 091	847	806	694	866	654
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	407	322	301	311	326	239
+ Obchodní marže	684	525	505	383	540	415
II. Výkony	166 783	169 801	167 884	150 261	148 061	104 892
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	165 369	169 233	167 451	150 130	147 843	104 850
3. Aktivace	1 414	568	433	131	218	42
B. Výkonová spotřeba	98 445	106 981	111 506	109 366	107 905	74 481
B. 1. Spotřeba materiálu a energie	66 043	72 319	78 312	76 766	73 950	51 761

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
B. 2. Služby		32 402	34 662	33 194	32 600	33 955	22 720
+ Přidaná hodnota		69 022	63 345	56 883	41 278	40 696	30 826
C. Osobní náklady		104 437	99 901	99 611	93 987	93 462	70 638
C. 1. Mzdové náklady		76 771	72 509	71 548	67 619	66 995	51 260
C. 2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva		720	720	1 160	720	720	225
C. 3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		24 959	24 754	24 437	23 568	23 553	17 664
C. 4. Sociální náklady		1 987	1 918	2 466	2 080	2 194	1 489
D. Daně a poplatky		1 164	1 516	1 297	1 437	845	783
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		33 296	36 829	37 302	40 342	38 342	27 234
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu		74 074	74 777	66 876	58 283	29 267	23 020
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		293	1 667	179	19 957	44	145
III.2. Tržby z prodeje materiálu		73 781	73 110	66 697	38 326	29 223	22 874
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu		69 072	71 420	63 916	40 024	28 016	21 953
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		10	1 710	72	3 568	0	0
F.2. Prodaný materiál		69 062	69 710	63 844	36 456	28 016	21 953
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		-243	-5 431	-147	92	217	0
IV. Ostatní provozní výnosy		88 790	85 637	93 590	101 539	105 513	81 373
H. Ostatní provozní náklady		2 510	4 532	3 797	3 664	1 627	1 078
* Provozní výsledek hospodaření		21 650	14 992	11 573	21 554	12 967	13 533
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		0	0	0	0	9 704	0
J. Prodané cenné papíry a podíly		0	0	0	0	25	0
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	148 456	7 500
3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	148 456	7 500
X. Výnosové úroky		733	1 171	1 031	1 059	1 957	791
N. Nákladové úroky		69	77	1	0	0	0
XI. Ostatní finanční výnosy		136	-42	42	41	48	13
O. Ostatní finanční náklady		217	176	175	182	121	112
* Finanční výsledek hospodaření		583	876	897	9 668	160 019	8 193
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost		3 472	2 865	2 389	3 601	2 592	0
Q. 1. - splatná		2 407	832	1 823	4 919	2 394	0
2. - odložená		1 065	2 033	566	-1 318	198	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost		18 761	13 003	10 081	27 621	170 394	21 726
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)		18 761	13 003	10 081	27 621	170 394	21 726
**** Výsledek hospodaření před zdaněním		22 233	15 868	12 470	31 222	172 986	21 726

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Položky tržby z prodeje materiálu a prodaný materiál představují tržby z prodeje pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik v rámci servisní činnosti. Ostatní provozní výnosy představují dotace kraje a obcí na krytí prokazatelné ztráty a dotace z EU.

1.4.4 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byl zvolen za vztahovou veličinu součet položek Tržby za prodej zboží a Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobím končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.4.4.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma ve sledovaném období byla poměrně stabilní, výjimku tvoří nárůst o 39 % v roce 2013, který byl způsoben především zvýšením oběžných aktiv, a to konkrétně krátkodobých pohledávek z titulu dividend;
- v roce 2013 byl největší nárůst na straně pasiv způsoben zvýšením cizích zdrojů, a to konkrétně krátkodobých závazků ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení z titulu dividend;
- společnosti do roku 2011 každoročně klesal provozní výsledek hospodaření. Avšak i v roce 2011 byl provozní výsledek hospodaření pozitivní. Na pokles měl největší vliv pokles přidané hodnoty způsobený stagnací až mírným poklesem výkonů a hlavně nárůstem výkonové spotřeby (růst cen pohonných hmot, energií atd.). V roce 2012 zaznamenal provozní výsledek hospodaření nárůst, v roce 2013 opět poklesl, ale stále se držel v kladných hodnotách.

1.4.4.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- ve sledovaném období měl nejvyšší podíl na aktivech dlouhodobý majetek, společnost je velmi dobře vybavená dlouhodobým majetkem, který je každoročně udržován investicemi ve výši kolem 35 mil. Kč. Výjimku tvoří rok 2013, kdy nejvyšší podíl tvořila položka oběžných aktiv (přibližně 53 %), a to konkrétně krátkodobé pohledávky z titulu dividend;
- na celkových pasivech měl ve sledovaném období vlastní kapitál podíl vyšší než 80 % a společnost nevyužívala v minulosti financování úročeným cizím kapitálem.
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů výkonová spotřeba, která po celé sledované období roste z 58 % na 72 % v roce 2013, a dále pak osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují na poměrně stabilní úrovni okolo 60 %.

1.4.5 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. 4 tohoto znaleckého posudku.

1.4.5.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	4,75%	3,31%	2,48%	6,38%	28,25%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	11,21%	7,66%	5,98%	18,30%	114,41%
Obrat celkových aktiv	0,42	0,43	0,41	0,35	0,25
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	5,45%	3,64%	2,75%	7,00%	35,26%
Rentabilita tržeb	11,18%	7,62%	5,98%	18,30%	114,41%
Finanční páka	1,15	1,10	1,11	1,10	1,25
Obrat aktiv	0,42	0,43	0,41	0,35	0,25

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost po celé období dosahovala kladných, ale nízkých hodnot rentability vyjma roku 2013. Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu v letech 2009 - 2011 klesala, což bylo způsobeno růstem likvidity společnosti (kumulováním likvidních finančních prostředků na bankovních účtech) a zejména poklesem přidané hodnoty společnosti především z důvodu nárůstu cen pohonných hmot, který se projevil do nákladů na materiál. Naopak v letech 2012 a zejména v roce 2013 došlo k výraznému nárůstu hodnot rentabilit, což bylo dáno zejména nárůstem výsledku hospodaření z běžné činnosti díky prodeji 25 % podílu ve společnosti TRANSCARGO, s.r.o. a přijatým dividendám.

1.4.5.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	60 136	77 319	86 010	126 479	215 249	133 092
Pracovní kapitál na aktiva	15,19%	19,61%	21,15%	29,21%	35,69%	32,64%
Běžná likvidita	2,86	4,59	4,68	6,38	3,05	8,49
Pohotová likvidita	2,58	4,20	4,30	6,06	2,99	8,12
Peněžní likvidita	1,671	1,030	3,470	5,595	1,453	7,423

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014vlastní výpočty

Během sledovaného období se zvyšoval podíl pracovního kapitálu na aktivech. Všechny tři ukazatele likvidity vykazují přijatelné hodnoty. V některých případech je likvidita i větší než je požadovaná (zejména v roce 2012), což zvyšuje finanční stabilitu oceňované společnosti, ale snižuje rentabilitu aktiv. V období 1.1. - 30.9.2014 dosahovaly hodnoty likvidity vysokých hodnot, zejména díky nižší hodnotě krátkodobých závazků.

1.4.5.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv	860,50	843,45	879,94	1 047,08	1 478,17
Doba obrátu zásob	19,23	18,10	19,26	18,34	17,40
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	64,30	145,91	41,98	26,44	393,71
Doba splatnosti krátkodobých závazků	70,37	46,02	50,56	56,81	256,90
obchodní přebytek / deficit	6,06	-99,89	8,58	30,37	-136,81

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala vysokých hodnot ukazatele doba obrátu aktiv, což je dáno zejména charakterem podnikatelské činnosti. Společnost dosáhla v letech 2009, 2011 a 2012 mírného obchodního přebytku. Hodnoty v roce 2013 jsou ovlivněny zejména nárůstem krátkodobých závazků a pohledávek z titulu dividend.

1.4.5.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	13,02%	9,39%	9,68%	8,82%	19,85%
Úrokové krytí I.	237,75	80,57	8466,00	-	-

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Karviná za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost nemá problémy s hrazením nákladových úroků a vykazuje po celé sledované období nízkou účetní zadluženost, výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k nárůstu cizích zdrojů zvýšením krátkodobých závazků z titulu dividend. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím svědčí o vyšší finanční situaci ve společnosti. V roce 2012 a 2013 společnost neevidovala nákladové úroky, proto nebyl ukazatel vyjádřen.

1.4.6 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti ČSAD Karviná lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti je na dobré úrovni. Hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti z různých pohledů dosáhly většinou uspokojivých až velmi dobrých hodnot. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz lze učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

1.5 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti ČSAD Karviná výnosovou metodu. Jelikož se jedná o společnost se stabilními výsledky a v budoucnosti není plánovaný růst, ale zachování výsledků ve výši zejména posledních let, je použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z již dosažených výsledků společnosti s předpokladem jejich opakování v budoucnosti, blíže viz Kapitola 2.

2 Použitá metoda ocenění

Ocenění jmění společnosti ČSAD Karviná bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

3.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti ČSAD Karviná byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013¹. Vzhledem k výsledkům společnosti k 30.9.2014, uvedených v dostupných účetních výkazech, lze očekávat za rok 2014 podobný vývoj hospodaření jako v roce 2013, čímž se potvrzuje předpoklad dlouhodobě udržitelného výsledku hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	22 233	15 868	12 470	31 222	172 986	
(+) Odpisy	33 296	36 829	37 302	40 342	38 342	
(-) Finanční výnosy	-869	-1 129	-1 073	-9 850	-160 165	
(+) Finanční náklady mimo úroky	217	176	175	182	146	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-74 074	-74 777	-66 876	-58 283	-29 267	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	69 072	71 420	63 916	40 024	28 016	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	49 875	48 387	45 914	43 637	50 058	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	54 033	51 647	48 093	44 248	50 058	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	54 033	103 293	144 280	176 992	250 290	728 888

Tržby za prodej materiálu a náklady na prodaný materiál byly Znaleckým ústavem zahrnuty do upraveného výsledku hospodaření, neboť se jedná o výsledky z jedné z provozních činností podniku, které se pravidelně opakují. Tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku na druhou stranu nelze zahrnout, neboť se ve většině případů jedná o odprodej starých autobusů, což je jednorázová operace.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	48 593
Odpisy z reprodukčních cen	38 342
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	10 251
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	10 251

¹ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	48 593
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	1 948
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	8 303

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

3.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byl použit dlouhodobý průměr výnosnosti T.Bonds (za období 1928 až 2013), která činí 2,52 % p.a. (zdroj: www.damodaran.com).

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsaným způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví Transportation ve výši 0,86 pro podniky z USA (www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti ČSAD Karviná.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON², kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková premie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem z 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byla dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikována přírážka za menší společnost ve výši 6,01 %.

Uvedené přírážky slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	
Bezriziková sazba	2,52%
Riziková premie	4,62%
Beta nezadlužená	0,86
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0
Beta zadlužená	0,86
Riziková premie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%

² IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	13,55%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	13,55%
(-) Dlouhodobá predikovaná míra inflace v ČR	2,00%
Reálná kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	11,55%

3.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \text{TOČV} / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,

TOČV = trvale odnímatelný čistý výnos,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosazení číselných hodnot:

$$H_n = 8\,303 / 0,1155$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti ČSAD Karviná na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 71 867 tis. Kč.

3.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 100 % podíl ve společnosti ČSAD Frýdek-Místek a 25 % podíl ve společnosti BUS MANAGEMENT. Ocenění jmění společnosti ČSAD Frýdek - Místek je uvedeno v Příloze č. 2 a společnosti BUS MANAGEMENT v Příloze č. 3.

Společnost	Podíl / obchodní podíl	Jmění	Hodnota podílu / obchodního podílu
ČSAD Frýdek-Místek	100%	221 571	221 571
BUS MANAGEMENT	25%	8 850	2 213

3.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní	71 867
Neprovozní majetek k datu ocenění	223 784
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	295 651

**HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD KARVINÁ
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení**

295 651 000 Kč.

Příloha č. 2

Ocenění společnosti ČSAD Frýdek - Místek a.s.

(20 stran)

1 Ocenění jmění společnosti ČSAD Frýdek-Místek

1.1 Identifikační údaje společnosti ČSAD Frýdek-Místek

Obchodní firma	ČSAD Frýdek - Místek a.s.
Sídlo	Frýdek-Místek, Politických obětí 2238, PSČ 738 01
Identifikační číslo	451 92 073
Právní forma	akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl B, vložka 368
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. dubna 1992
Základní kapitál	88 141 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Ing. Tomáš Vavřík, dat. nar. 15. února 1972 Ing. Radoslav Bendík, dat. nar. 28. listopadu 1968 Ing. Barbora Weisssová, dat. nar. 27. května 1968

Jediným akcionářem společnosti ČSAD Frýdek-Místek je k datu ocenění společnost ČSAD Karviná.

ČSAD Frýdek-Místek byla založena dne 30.4.1992 na základě prohlášení Fondu národního majetku České republiky o založení akciové společnosti dle § 172 obchodního zákoníku sepsaným ve formě notářského zápisu Státního notářství pro Prahu 7 a vznikla dne 30.4.1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- klempířství a opravy karosérií,
- nestátní zdravotnické zařízení, všeobecné lékařství a praktické zubní lékařství,
- silniční motorová doprava
 - nákladní provozovaná vozidla nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí;
 - osobní provozovaná vozidla určenými pro přepravu více než 9 osob včetně řidiče;
- opravy silničních vozidel;
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

1.2 Makroekonomická analýza České republiky

Makroekonomická analýza, ze které v některých bodech vychází a odkazuje tento znalecký posudek, byla zveřejněna v rámci dokumentu Makroekonomická predikce České republiky vydaného Ministerstvem financí České republiky v červenci 2014 (uzávěrka datových zdrojů byla k 4.7.2014). Tato makroekonomická analýza je k dispozici na oficiálních internetových stránkách MF na <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

1.3 Strategická analýza ČSAD Frýdek-Místek

V případě ocenění společnosti ČSAD Frýdek-Místek bude strategická analýza sloužit primárně k ověření splnění principu neomezené doby trvání podniku (going concern). Vzhledem ke zvolené metodě ocenění (blíže viz kapitola 2) není potřebné, aby Znalecký ústav odhadoval budoucí tržby ani tržní podíl.

1.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci analýzy vnějšího potenciálu bude vymezen relevantní trh (odvětví), na kterém oceňovaný podnik operuje.

Hlavními činnostmi společnosti je provozování silniční osobní dopravy, silniční nákladní dopravy a poskytování servisně opravárenských služeb.

Činnost nákladní dopravy je orientována především na:

- mezinárodní kamionovou dopravu,
- vnitrostátní dálkovou dopravu,
- rozvoz piva a potravinářských výrobků,
- přeprava sypkých substrátů,
- spediční činnost.

Provoz osobní dopravy zabezpečuje:

- pravidelnou osobní dopravu v regionu Frýdek-Místek,
- městskou hromadnou dopravu ve městech Frýdek-Místek a Hranice,
- zájezdovou dopravu vnitrostátní i zahraniční.

Servisně opravárenská a obchodní činnost zabezpečuje:

- opravárenský servis,
- pneuservis,
- servis VOLVO,

- materiálně technické zabezpečení včetně obchodní činnosti (prodej pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik).

Na základě těchto skutečností oceňovanou společnost řadíme podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do tří tříd: 49.31 Městská a příměstská pozemní doprava, 49.39 Ostatní pozemní osobní doprava a 49.41 Silniční nákladní doprava.

Odvětví osobní silniční dopravy a nákladní silniční dopravy bylo již analyzováno v rámci strategické analýzy společnosti ČSAD Havířov (Kapitola č. 3.4.).

1.3.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu je zkoumán relevantní trh, konkurence a postavení společnosti na relevantním trhu.

1.3.2.1 Konkurence

V oblasti veřejné vnitrostátní pravidelné autobusové dopravy se pohybuje mnoho konkurenčních subjektů a jednotlivé kraje vypisují tendry na zabezpečení těchto služeb, kde si navzájem jednotliví dopravci konkurují. Nejsilnějším konkurentem je mezinárodní společnost ARRIVA TRANSPORT MORAVA a.s. (součást holdingu ARRIVA TRANSPORT ČESKÁ REPUBLIKA a.s.), která provozuje autobusovou dopravu v Moravskoslezském (Ostrava, Nový Jičín, Bruntál, Třinec a Český Těšín) a Olomouckém kraji (Olomouc, Přerov, Šumperk a Jeseník).

V oblasti městské hromadné dopravy je konkurence omezená, provozuje ji v každém městě většinou pouze jeden subjekt.

Mezi konkurenty společnosti v oblasti nákladní dopravy patří všechny dopravní společnosti, které disponují moderním dopravním parkem a mají dobrou pověst na dopravním trhu. Díky širokému záběru v oblasti kamionové dopravy (přepravy z různých regionů celé ČR) není možno jako konkurenci označit pouze dopravce z regionu Moravskoslezského kraje, ale prakticky z celé republiky. K tomu navíc přistupuje konkurence ze zemí východní Evropy, která se v budoucnu bude snažit více prosadit na českém trhu.

1.3.2.2 Dodavatelé

Nejvýznamnějšími dodavateli jsou dodavatelé nafty, dodavatelé dopravní techniky a leasingové společnosti. Díky velikosti společnosti a faktu, že je součástí skupiny CIDEM, je vyjednávací pozice velmi dobrá, jelikož je možno ve velkém uplatnit množstevní slevy nebo slevy pro konkrétního zákazníka na základě dlouhodobé spolupráce. Vývoj nákladů je však určován zejména cenou ropy na

světových trzích, kurzem koruny a celkovou inflací ve společnosti – tedy neovlivnitelnými skutečnostmi z pozice firmy. Obecně je možno očekávat růst celkových nákladů v budoucnosti.

1.3.2.3 Citlivost na sezónní a cyklické faktory

Obor nákladní dopravy je typický svojí závislostí na dopravních potřebách výrobců, a proto je sezónnost závislá na jejich požadavcích. Obecně je možno konstatovat, že výrazný pokles je v období počátku roku, dále v letních měsících (zejména srpen) a poslední dva týdny v roce. Naopak výrazný nárůst zájmu o dopravu je v měsících září – listopad a první polovina prosince. Sezónní výkyvy v městské hromadné dopravě mají obdobný průběh jako v železniční i autobusové dopravě, cestující nejméně využívají městskou hromadnou dopravu v letních měsících, kdy jsou prázdniny, dovolené a navíc v tomto období lidé více využívají i cyklistickou dopravu. V dalších čtvrtletích není rozdíl ve využívání MHD tak velký, i když se dá ve 4. čtvrtletí, tedy v době sychravého počasí, vyzorovat mírný nárůst.

1.3.3 Závěr strategické analýzy

Společnost ČSAD Frýdek-Místek podniká v několika segmentech trhu a její činnosti jsou diverzifikované. Regulovaná odvětví, jako je poskytování služeb linkové dopravy a městské hromadné dopravy ve Frýdku-Místku nejsou příliš rentabilní, na druhou stranu existuje veřejný zájem dopravní obslužnost zachovat, a proto lze očekávat poměrně stabilní výsledky z těchto činností (po zahrnutí dotace krajů a obcí na krytí prokazatelné ztráty). Problémem v této souvislosti je fakt, že objem dotací na zabezpečení dopravní obslužnosti v pravidelné osobní dopravě často nestačí na pokrytí nákladů.

Silniční nákladní doprava je velmi cyklickým a málo rentabilním odvětvím, avšak z dostupných dat lze vyzorovat postupné oživení tohoto sektoru.

1.4 Analýza finančního zdraví společnosti (finanční analýza)

1.4.1 Účetní výkazy – přehled

1.4.1.1 Účetní závěrky za roky 2009 až 2013 a účetní výkazy za období 1.1. – 30.9.2014

Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009 až 2013 byly ověřeny auditorskou společností FINAUDIT s.r.o. zapsanou v seznamu auditorů u Komory auditorů pod oprávněním číslo 154. Ve všech případech byl vydán výrok bez výhrad. Účetní výkazy za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 nebyly ověřeny auditorem.

1.4.1.2 Přehled majetku

Přehled hlavních položek majetku společnosti v letech 2009 – 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	388 888	381 593	403 173	403 525	476 490	444 362
B. Dlouhodobý majetek	201 598	191 521	260 832	239 334	274 444	236 631
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	3 757	3 403	3 163	2 789	1 285	444
3. Software	0	707	467	2 789	1 285	444
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 757	2 696	2 696	0	0	0
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	197 816	188 093	257 644	236 520	272 659	235 687
B.II.1 Pozemky	6 769	6 769	6 769	6 689	6 691	6 691
2. Stavby	57 424	59 260	60 382	61 092	60 548	59 475
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	129 161	121 790	182 916	163 315	201 781	165 683
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 462	274	2 168	15	0	200
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	5 409	5 409	3 639	3 638
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	25	25	25	25	500	500
B.III. 1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	25	25	0	0	0	0
2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	25	25	500	500
C. Oběžná aktiva	167 993	172 565	125 831	148 849	186 806	194 235
C.I. Zásoby	11 872	9 629	11 256	11 652	12 435	11 467
C.I.1. Materiál	11 783	9 526	10 441	11 218	11 801	11 159
5. Zboží	89	103	815	434	634	308
C.II. Dlouhodobé pohledávky	100	100	100	100	100	0
5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	100	100	100	100	100	0

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
C.III. Krátkodobé pohledávky	62 509	114 124	83 897	88 119	88 793	131 864
C.III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	54 462	54 123	63 403	80 489	73 266	76 687
2. Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	9	0	0	0
6. Stát - daňové pohledávky	2 168	4 657	13 194	1 545	10 163	2 458
7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	737	419	661	866	776	850
8. Dohadné účty aktivní	1 295	1 440	3 102	2 056	3 283	547
9. Jiné pohledávky	3 847	53 485	3 528	3 163	1 305	51 322
C.IV. Krátkodobý finanční majetek	93 512	48 712	30 578	48 978	85 478	50 904
C.IV. 1. Peníze	1 134	1 386	1 804	2 040	1 944	1 528
2. Účty v bankách	92 378	47 326	28 774	46 938	83 534	49 376
D.I. Časové rozlišení	19 297	17 507	16 510	15 341	15 240	13 496
D.I. 1. Náklady příštích období	18 994	17 501	16 505	15 341	15 158	13 491
3. Příjmy příštích období	303	6	5	0	82	4

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1.do 30.9.2014

Nejvýznamnější položku aktiv tvoří dlouhodobý hmotný majetek, tvořený především dopravními prostředky. V roce 2014 došlo k nárůstu jiných krátkodobých pohledávek, a to pohledávek za pojišťovnou.

1.4.1.3 Zdroje financování majetku

Přehled zdrojů financování majetku společnosti za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM	388 888	381 593	403 173	403 525	476 490
A. Vlastní kapitál	296 435	307 373	321 800	346 727	264 290
A.I. Základní kapitál	88 141	88 141	88 141	88 141	88 141
A.I.1. Základní kapitál	88 141	88 141	88 141	88 141	88 141
A.II. Kapitálové fondy	55 550	55 550	55 550	55 550	55 550
2. Ostatní kapitálové fondy	55 550	55 550	55 550	55 550	55 550
A.III. Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	17 732	17 732	17 732	38 622	63 946
A.III.1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	17 732	17 732	17 732	17 732	17 732
2. Statutární a ostatní fondy	0	0	0	20 890	46 214
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let	121 852	135 012	145 949	139 488	0
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	121 852	135 012	145 949	139 488	0
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	13 160	10 938	14 428	24 926	56 653

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
B. Cizí zdroje	92 231	74 114	81 188	56 659	211 876
B.I. Rezervy	3 277	234	168	174	226
B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 801	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy	476	234	168	174	226
B.II. Dlouhodobé závazky	26 587	24 236	23 371	21 079	23 321
B.II.1 Závazky z obchodních vztahů	8 421	5 845	2 794	0	0
9. Jiné závazky	210	340	170	0	0
10. Odložený daňový závazek	17 956	18 051	20 407	21 079	23 321
B.III. Krátkodobé závazky	62 367	49 644	57 649	35 406	188 329
B.III.1. Závazky z obchodních vztahů	38 898	34 667	26 275	16 437	26 865
2. Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	15 160	0	0
4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	727	727	727	727	139 815
5. Závazky k zaměstnancům	12 764	6 367	7 443	8 744	8 080
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3 548	3 533	3 847	4 506	4 287
7. Stát - daňové závazky a dotace	1 725	730	774	1 017	5 497
8. Krátkodobé přijaté zálohy	2 345	2 283	2 140	2 344	2 111
10. Dohadné účty pasivní	2 176	1 173	1 107	1 304	1 163
11. Jiné závazky	184	164	176	327	511
C.I. Časové rozlišení	222	106	185	138	323
C.I.1. Výdaje příštích období	3	8	10	30	44
2. Výnosy příštích období	219	98	175	108	279

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Nejvýznamnějším zdrojem financování činnosti společnosti je vlastní kapitál.

1.4.1.4 Vývoj hospodaření

Hlavní položky výkazu zisku a ztráty společnosti ČSAD Frýdek - Místek za roky 2009 až 2013 a k 30.9.2014 zachycuje následující tabulka:

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
I. Tržby za prodej zboží	901	456	2 499	1 051	1 442	1 576
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	805	240	1 401	624	720	825
+ Obchodní marže	96	216	1 098	427	722	751
II. Výkony	362 359	362 711	344 119	396 056	407 452	299 493
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	362 043	361 667	343 255	395 536	406 197	299 306
3. Aktivace	316	1 044	864	520	1 255	187
B. Výkonová spotřeba	253 692	264 922	255 378	268 678	270 700	196 233
B. 1. Spotřeba materiálu a energie	124 403	129 189	151 809	186 109	182 318	132 408

	tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
B. 2. Služby		129 289	135 733	103 569	82 569	88 382	63 825
+ Přidaná hodnota		108 763	98 005	89 839	127 805	137 474	104 011
C. Osobní náklady		125 800	120 511	128 554	153 610	150 053	109 915
C. 1. Mzdové náklady		92 645	87 053	92 269	111 506	108 668	80 423
C. 2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva		701	720	1 160	720	720	270
C. 3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		30 483	30 717	32 272	38 744	37 921	27 099
C. 4. Sociální náklady		1 971	2 021	2 853	2 640	2 744	2 123
D. Daně a poplatky		24 741	25 826	37 616	42 336	44 164	36 745
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		41 602	42 094	45 102	53 131	50 290	40 066
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu		48 819	59 358	46 041	37 124	38 979	37 414
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		8 395	4 802	3 007	5 914	3 214	5 786
III.2. Tržby z prodeje materiálu		40 424	54 556	43 034	31 210	35 765	31 628
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu		38 628	53 537	42 220	34 439	34 878	30 564
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku		1 764	2 445	1 879	4 772	463	149
F.2. Prodaný materiál		36 864	51 092	40 341	29 667	34 415	30 415
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období		-4	-2 387	3 728	-366	-739	-43
IV. Ostatní provozní výnosy		95 401	102 857	145 169	146 891	152 900	119 195
H. Ostatní provozní náklady		6 354	6 007	7 824	8 413	10 177	5 295
* Provozní výsledek hospodaření		15 862	14 632	16 005	20 255	40 530	38 078
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		0	0	0	0	9 704	0
J. Prodané cenné papíry a podíly		0	0	0	0	25	0
VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	9 367	7 500
3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		0	0	0	8 750	9 367	7 500
K. Náklady z finančního majetku		0	90	0	0	0	0
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		0	-90	0	0	0	0
X. Výnosové úroky		1 027	1 178	869	238	457	116
N. Nákladové úroky		42	56	100	387	2	1 490
XI. Ostatní finanční výnosy		8 782	2 673	4 829	6 596	9 544	2 154
O. Ostatní finanční náklady		9 705	5 581	3 581	7 791	4 789	1 949
* Finanční výsledek hospodaření		62	-1 786	2 017	7 406	24 256	6 330
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost		2 764	1 908	3 594	2 735	8 133	-6
Q. 1. - splatná		3 719	1 814	1 238	2 062	5 892	-6
2. - odložená		-955	94	2 356	673	2 241	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost		13 160	10 938	14 428	24 926	56 653	44 414

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	13 160	10 938	14 428	24 926	56 653	44 414
**** Výsledek hospodaření před zdaněním	15 924	12 846	18 022	27 661	64 786	44 408

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, účetní výkazy za období od 1.1. do 30.9.2014

Položky tržby z prodeje materiálu a prodaný materiál představují tržby z prodeje pohonných hmot, olejů, maziv, náhradních dílů, technických plynů a pneumatik v rámci servisní činnosti. Ostatní provozní výnosy představují dotace kraje a obcí na krytí prokazatelné ztráty či dotace z EU.

1.4.2 Účetní výkazy – vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýzou se hodnotí podíl jednotlivých položek na vybrané vztahové veličině – u položek aktiv a pasiv se jedná o bilanční sumu a u položek výkazu zisku a ztráty byl zvolen za vztahovou veličinu součet položek Tržby za prodej zboží a Výkony.

Horizontální analýza vyjadřuje meziroční tempa růstu/poklesu jednotlivých položek účetních výkazů v procentním vyjádření.

Horizontální analýza účetních výkazů mezi obdobími končícím 30. 9. 2014 a předchozím rokem není u většiny položek vypovídající vzhledem k poměřování zůstatků jednotlivých položek rozvahy k různým datům (30.9. oproti 31.12.). Tokové veličiny výkazu zisku a ztráty a poměrové ukazatele poměřující tokové a stavové ukazatele (např. ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu atd.) jsou taktéž nesrovnatelné z důvodu kratší délky období (9 měsíců oproti 12 měsícům), než je standardní fiskální rok.

1.4.2.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Z horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- bilanční suma se mezi lety 2009 a 2012 udržovala na poměrně stabilní úrovni, v roce 2013 vzrostla o přibližně 18 % zejména díky zvýšení peněžních prostředků; na straně pasiv došlo mezi roky 2012 a 2013 k nárůstu cizích zdrojů způsobenému zvýšením krátkodobých závazků ke společníkům, členům družstva a jiným účastníkům sdružení;
- provozní výsledek hospodaření po celé sledované období vykazoval růst.

1.4.2.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Z vertikální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto hlavní závěry:

- nejvýznamnější podíl na aktivech společnosti tvoří položka dlouhodobý hmotný majetek, který představuje především vozový park společnosti;

- nejvýznamnější podíl na celkových pasivech tvoří vlastní kapitál. Jeho podíl se ve sledovaném období pohyboval nad hodnotou 75 %, ovšem v roce 2013 jeho podíl klesl na 55 % zejména z důvodu nárůstu cizích zdrojů, a to konkrétně závazků ke společníkům při rozdělování zisku;
- ve výkazu zisku a ztrát tvoří největší část nákladů výkonová spotřeba, která se poměrně stabilně udržuje po celé sledované období na úrovni okolo 70 %, a dále pak osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují na úrovni 33 - 38 %.

1.4.3 Poměrové ukazatele

Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů je uveden v Příloze č. 4 tohoto znaleckého posudku.

1.4.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (ziskovosti) slouží k analýze efektivnosti využívání prostředků vložených do společnosti.

Rentabilita (výnosnost)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv	3,39%	2,88%	3,60%	6,25%	11,89%
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	3,63%	3,02%	4,19%	6,36%	13,86%
Obrat celkových aktiv	0,93	0,95	0,86	0,98	0,86
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	4,44%	3,56%	4,48%	7,19%	21,44%
Rentabilita tržeb	3,62%	3,01%	4,16%	6,28%	13,86%
Finanční páka	1,31	1,24	1,25	1,16	1,80
Obrat aktiv	0,93	0,95	0,86	0,98	0,86

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost dosahovala během celého sledovaného období stabilní výše rentability celkových aktiv a rentability vlastního kapitálu, avšak její absolutní výše byla velmi nízká. Společnost je závislá na dorovnání prokazatelné ztráty ze strany krajů a obcí a její výsledky hospodaření jsou vzhledem k objemu vlastněného majetku velmi nízké. V roce 2013 došlo nárůstu hodnot rentabilit, což bylo dáno zejména nárůstem provozního výsledku hospodaření, ale zároveň i výsledku hospodaření z běžné činnosti díky prodeji podílů a přijatých dividend.

1.4.3.2 Ukazatele likvidity

Dostatečná likvidita je jednou z nezbytných podmínek dlouhodobé existence obchodního závodu. Ukazatele likvidity stojí určitým způsobem proti ukazatelům rentability. Pokud má být obchodní závod schopen splácet své závazky řádně a včas musí držet určité množství peněžních prostředků v oběžných aktivech – to ale snižuje rentabilitu vloženého kapitálu.

Likvidita (platební schopnost)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Pracovní kapitál (tis. Kč)	105 526	122 821	68 082	113 343	-1 623	82 133
Pracovní kapitál na aktiva	27,14%	32,19%	16,89%	28,09%	-0,34%	18,48%
Běžná likvidita	2,69	3,47	2,18	4,20	0,99	1,73
Pohotová likvidita	2,50	3,28	1,99	3,87	0,93	1,63
Peněžní likvidita	1,499	0,981	0,530	1,383	0,454	0,454

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Během sledovaného období se zvyšoval podíl pracovního kapitálu na aktivech kromě roku 2013, kdy došlo k poklesu zejména díky nárůstu krátkodobých závazků z titulu výplaty dividend. Ukazatele likvidity dosahují požadovaných hodnot a společnost nemá problémy platit své splatné závazky..

1.4.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují efektivnost, se kterou obchodní závod využívá vybrané složky svého majetku. Konstrukce těchto ukazatelů je dvojího typu, a sice jako počtu obrátů nebo doby obrátu.

Aktivita (ve dnech)	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obrátu aktiv	390,75	383,52	424,55	370,90	425,34
Doba obrátu zásob	11,93	9,68	11,85	10,71	11,10
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	62,81	114,70	88,35	80,99	79,26
Doba splatnosti krátkodobých závazků	62,67	49,89	60,71	32,54	168,11
obchodní přebytek / deficit	-0,14	-64,81	-27,64	-48,45	88,85

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Společnost dosahovala vysoké doby obrátu aktiv. Avšak tato výše je na trhu u společností s podobným charakterem činnosti obdobná (společnosti ČSAD Havířov a Karviná dosahovaly ještě vyšších hodnot). Společnost dosahovala po celé sledované období vyšší doby inkasa krátkodobých pohledávek oproti době splatnosti krátkodobých závazků. Průměrná doba splatnosti přijatých faktur je tedy delší než vydaných, což značí nižší ekonomickou sílu vůči obchodním partnerům. Výjimku tvoří rok 2013, kdy vznikl obchodní přebytek z důvodu nárůstu závazků z titulu výplaty dividend.

1.4.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti informují o zdrojích financování obchodního závodu, úrovni věřitelského rizika, a tím mj. i možnosti dalšího zadlužování společnosti.

Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	2009	2010	2011	2012	2013	30.9.2014
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	23,72%	19,42%	20,14%	14,04%	44,47%	30,53%
Úrokové krytí I.	134,93	114,71	159,12	44,45	17 845,00	-

Zdroj: Účetní závěrky společnosti ČSAD Frýdek-Místek za roky 2009-2013, vlastní výpočty

Oceňovaná společnost nemá problémy s hrazením nákladových úroků a vykazuje po celé sledované období nízkou účetní zadluženost, výjimku tvoří rok 2013, kdy došlo k nárůstu cizích zdrojů zvýšením krátkodobých závazků. Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, čím vyšší tedy tento ukazatel je, tím svědčí o vyšší finanční situaci ve společnosti.

1.4.4 Závěr

Závěrem finanční analýzy, která hodnotí historický vývoj společnosti ČSAD Frýdek-Místek, lze říci, že finanční zdraví a stabilita oceňované společnosti je na dobré úrovni. Hlavní ukazatele hodnotící finanční stav společnosti z různých pohledů dosáhly většinou uspokojivých až velmi dobrých hodnot. Na základě sumarizace všech výše provedených analýz lze učinit závěr, že existence společnosti není do budoucna ohrožena.

1.5 Závěry provedených analýz a předpoklad going-concern

S ohledem na závěry provedené strategické a finanční analýzy společnosti je podle našeho názoru splněn předpoklad going-concern, tj. předpoklad trvání podniku v dlouhodobém horizontu. Podle uvedených zjištění není budoucí existence společnosti z dnešního pohledu nijak významně ohrožena.

Tato skutečnost umožňuje použít pro ocenění společnosti ČSAD Frýdek-Místek výnosovou metodu. Jelikož v budoucnosti není plánovaný růst, ale zachování výsledků ve výši zejména posledního roku (2013), je použita metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z již dosažených výsledků společnosti s předpokladem jejich opakování v budoucnosti, blíže viz Kapitola 2.

POSUDEK

2 Použité metody ocenění

Ocenění jmění společnosti ČSAD Frýdek-Místek bylo provedeno paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Základem ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení. Jedná se o dlouhodobě udržitelný výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti, který je možné z podniku odčerpat, aniž by docházelo k narušení majetkové podstaty společnosti.

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky (trvale odnímatelné výnosy) se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru minulých výsledků hospodaření (za celé období let 2009 až 2013) s tím, že poslední roky mají obecně větší váhu než roky předchozí. Navíc většinou dochází k eliminaci extrémních hodnot.

Hodnota podniku, resp. akcií se následně stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy trvale odnímatelný čistý výnos je dělen kalkulovanou úrokovou mírou. Poté se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

V souladu s výše uvedeným je možné konstatovat, že jsou splněny základní premisy použitelnosti metody kapitalizovaných čistých výnosů protože:

- z dlouhodobého hlediska není ohrožena existence podniku,
- podnik bude v budoucnu dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení, na kterém je ocenění založeno.

Jak uvádí Mařík (2011, strana 272) ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se vyznačuje těmito rysy:

- základem ocenění je výnosový potenciál,
- budoucí růstové možnosti nejsou zpravidla brány v úvahu,
- předpokládáme, že dosavadní potenciál bude možno udržet investicemi ve výši odpisů,
- současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Protože tento výnos nemusí být reprezentativní, snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 – 5 let.

Na základě výše uvedených bodů považujeme v případě ocenění společnosti metodu kapitalizovaných čistých výnosů za odpovídající.

3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

3.1 Trvale odnímatelný čistý výnos

Trvale odnímatelný čistý výnos k rozdělení je základem výnosové hodnoty stanovené paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Při výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu se obvykle vychází z výsledku hospodaření před zdaněním zjištěného z výkazu zisků a ztrát, který se následně upravuje zejména o tyto položky:

- výnosy a náklady, které se svojí povahou váží k neprovoznímu majetku společnosti,
- úprava výnosů a nákladů tak, aby se vždy vztahovaly k tomu období, ve kterém vznikly,
- nepravidelné či jednorázové výnosy a náklady či výnosy a náklady mimořádného charakteru,
- je třeba zohlednit změnu účetních postupů např. ve způsobu ocenění zásob při vyskladnění či při odpisové politice,
- privátní výdaje nesouvisející s činností podniku,
- připočtení fakticky nevyplacených ačkoliv implicitně realizovaných mezd,
- veškeré výše zmíněné úpravy je rovněž třeba promítnout do placených daní.

Obvyklý způsob stanovení upraveného výsledku hospodaření před odpisy je obsažen v následující tabulce:

Výsledek hospodaření před zdaněním
(+) Odpisy
(-) Výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(+) Náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
(-) Mimořádné výnosy
(+) Mimořádné náklady
Upravený výsledek hospodaření před odpisy

Takto upravené výsledky hospodaření za jednotlivé roky se přepočtou na cenovou hladinu k datu ocenění. Současný výnosový potenciál je pak odvozen z váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření s tím, že výsledky hospodaření pozdějších období mají zpravidla větší váhu než výsledky let předcházejících. Navíc se provádí eliminace extrémních hodnot.

Pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu společnosti ČSAD Frýdek-Místek byly použity údaje z účetních výkazů za roky 2009 – 2013¹. Vzhledem k výsledkům společnosti k 30.9.2014, uvedených v dostupných účetních výkazech, lze očekávat za rok 2014 podobný vývoj hospodaření jako v roce 2013, čímž se potvrzuje předpoklad dlouhodobě udržitelného výsledku hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti.

Výpočet upraveného výsledku hospodaření je obsažen v následující tabulce (tis. Kč).

tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	15 924	12 846	18 022	27 661	64 786	
(+) Odpisy	41 602	42 094	45 102	53 131	50 290	
(-) Finanční výnosy	-9 809	-3 851	-5 698	-15 584	-29 072	
(+) Finanční náklady mimo úroky	9 705	5 581	3 581	7 791	4 814	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-48 819	-59 358	-46 041	-37 124	-38 979	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	38 628	53 537	42 220	34 439	34 878	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	47 231	50 849	57 186	70 314	86 717	
Míra inflace (%)	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	<i>1,014</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku</i>	<i>0,923</i>	<i>0,937</i>	<i>0,955</i>	<i>0,986</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	51 169	54 274	59 900	71 298	86 717	
Váhy	0	0	0	1	2	3
UVH upravený o inflaci x váhy	0	0	0	71 298	173 434	244 732

* údaje o míře inflace v ČR vycházejí z Makroekonomické predikce MF (viz Kapitola 1.2.)

V roce 2012 a 2013 došlo k významnému nárůstu výsledku hospodaření společnosti ČSAD Havířov, což bylo dáno zejména oživením výkonů v nákladní dopravě. I v budoucnosti se předpokládají podobné výsledky jako v roce 2013. Tržby za prodej materiálu a náklady na prodaný materiál byly Znaleckým ústavem zahrnuty do upraveného výsledku hospodaření, neboť se jedná o výsledky pravidelně se opakující z jedné z provozních činností podniku. Tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku na druhou stranu nelze zahrnout, neboť se ve většině případů jedná o odprodej starých autobusů, což je jednorázová operace.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je uveden v následující tabulce:

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	81 577
--	--------

¹ Znalecký ústav měl k dispozici i účetní výkazy k 30.9.2014 a přihlédl k nim při stanovení TOČV.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	81 577
Odpisy z roku 2013	50 290
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	31 287
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	31 287
Daňová sazba k datu ocenění	19%
Daň	5 945
Trvale odnímatelný čistý výnos po daní	25 343

Dle názoru Znaleckého ústavu investice na úrovni odpisů dosažených v roce 2013 postačují dlouhodobě na udržení substance podniku a dosahování trvale odnímatelného čistého výnosu.

3.2 Kalkulovaná úroková míra - model oceňování kapitálových aktiv

Kalkulovaná úroková míra je při aplikaci paušální metody KČV odhadována na úrovni nákladů vlastního kapitálu, protože se při výpočtu hodnoty pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem ocenění tak je přímo hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Je-li pak cílem ocenění tržní hodnota, mělo by se dle odborné literatury a mezinárodních oceňovacích standardů při jejím stanovení vycházet primárně z tržních dat. V praxi se proto v souladu s odbornou literaturou stanovuje kalkulovaná úroková míra zejména pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM).

Model oceňování kapitálových aktiv je nejrozšířenějším způsobem stanovení nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích, a postupně se prosazuje i v německy mluvících zemích. Modifikace CAPM vychází z následující rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3,$$

kde

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková premie země – Česká republika,

R_1 = přírážka pro malé společnosti,

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu,

R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů.

Jako bezriziková úroková míra byl použit dlouhodobý průměr výnosnosti T.Bonds (za období 1928 až 2013), která činí 2,52 % p.a. (zdroj: www.damodaran.com).

V souladu s odbornou literaturou ([6] Mařík, M. a kol., str. 221-2) se při zjišťování rizikové prémie kapitálového trhu USA vychází ze dvou základních veličin – průměrné výnosnosti kapitálového trhu USA a bezrizikové úrokové míry. Pro výpočet rizikové prémie kapitálového trhu se pak doporučuje použít data za co nejdelší období. Proto jsou aplikovány údaje za roky 1928 až 2013 (průměrné výnosnosti jsou kalkulovány na úrovni geometrického průměru).

- Průměrná výnosnost kapitálového trhu USA – výnosnost akciového trhu USA v období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 9,55 % p.a (www.damodaran.com);
- Bezriziková úroková míra – výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA T.Bonds za období 1928 až 2013 spočtená geometrickým průměrem činí 4,93 % p.a. (www.damodaran.com);
- Výše popsaným způsobem byla stanovena riziková prémie kapitálového trhu USA na 4,62 % p.a. Uvedené údaje byly získány ze serveru www.damodaran.com.

Koeficient beta (β) vyjadřuje úroveň rizikovosti jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li $\beta = 1$, je riziko (v důsledku toho i prémie za riziko dané akcie – tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni průměru kapitálového trhu jako celku. Pokud platí, že $\beta > 1$, pak je výnosová přírážka větší než průměrná prémie za riziko na kapitálovém trhu a naopak. Riziko je v daném případě chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti.

Pro výpočet koeficientu β byla použita tzv. metoda analogie (odvozením od β podobných podniků, které jsou obchodovány na akciových trzích). Obvykle se koeficient β odhaduje z průměru za podobné podniky, které jsou obchodovány na akciových trzích v USA. Koeficient β (nezadlužený), který vstupuje do výpočtu CAPM byl z těchto důvodů stanoven na úrovni průměrného β (nezadlužený) pro odvětví Transportation ve výši 0,86 pro podniky z USA (www.damodaran.com). Vybrané odvětví dle názoru Znaleckého ústavu nejvíce odpovídá podnikatelské činnosti společnosti ČSAD Frýdek-Místek.

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá k datu ocenění dluhového financování, není třeba koeficient β (nezadlužený) přepočítat na koeficient β (zadlužený), který bude zohledňovat toto dodatečné riziko.

Výše rizikové prémie země byla získána z již použitého zdroje www.damodaran.com. Při jejím stanovení se vychází z ratingu konkrétní země (Česká republika dosáhla u agentury Moody's

hodnocení A1). Riziko selhání země tak pro Českou republiku činí 1,05 %. Tato hodnota v sobě již zahrnuje rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu vládních dluhopisů (blíže viz www.damodaran.com – Estimating Country Risk Premiums).

Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti. Velké obchodní závody jsou přitom investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přírážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. V námi využitém modifikovaném modelu CAPM je tato přírážka označena jako R1. Zdrojem pro tuto přírážku byla publikace IBBOTSON², kde jsou uvedeny statistiky společností na amerických kapitálových trzích, rozdělených do deseti decilů podle tržní kapitalizace. Z uvedených tržních statistik je pro každý decil dopočtena riziková prémie, kterou lze přiřadit vlivu velikosti obchodního závodu. Pro účely tohoto posudku byla s ohledem na velikost Oceňované společnosti vybrána přírážka firem z 10. decilu.

V souladu s výše uvedenou metodikou modifikované rovnice CAPM byla dále při výpočtu kalkulované úrokové míry aplikována přírážka za menší společnost ve výši 6,01 %.

Uvedené přírážky slouží mj. k zachycení specifického rizika konkrétní společnosti, které jinak model CAPM ve své původní podobě nezohledňuje.

Jelikož je kalkulovaná úroková míra počítána z pohledu českého investora, měla by být dále korigována o rozdíl v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA. Metoda KČV je ovšem založena na výpočtu věčné renty, a proto by i diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) měla mít velmi dlouhodobý charakter. Jelikož se v dlouhém a velmi dlouhém období dá očekávat postupná konvergence vývoje inflace ČR a USA, nebude kalkulovaná úroková míra o tento vliv upravována.

Výpočet kalkulované úrokové míry je shrnut v následující tabulce:

Položky	
Bezriziková sazba	2,52%

² IBBOTSON. Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2013, Yearbook. Chicago : Morningstar, 2014

Položky	
Riziková prémie	4,62%
Beta nezadlužená	0,86
Výsledná struktura CK/VK (v tržní hodnotě)	0
Beta zadlužená	0,86
Riziková prémie země	1,05%
Rozdíl v inflaci	0,00%
Specifické přírážky	6,01%
Náklady vlastního kapitálu	13,55%

U paušální metody je třeba dále kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci, která je již obsažena ve výnosnosti státních dluhopisů, a tím spočítat reálnou bezrizikovou výnosovou míru (resp. reálnou kalkulovanou úrokovou míru). Důvodem je skutečnost, že paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů počítá s TOČV ve stálých cenách. Výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena s ohledem na dlouhodobé inflační cíle České národní banky. V dlouhodobém horizontu stanovila ČNB následující inflační cíl:

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.

ČNB ve svých čtvrtletně zveřejňovaných zprávách o inflaci prognózuje celkovou inflaci, která odpovídá ve sledovaném horizontu s definovanou mírou spolehlivosti stanoveným inflačním cílům.

Vzhledem k tomu, že výnosové ocenění paušální metodou KČV je založeno na předpokladu nekonečného trvání podniku, výše dlouhodobé očekávané inflace byla stanovena dle dlouhodobého inflačního cíle ČNB platného od roku 2010 do přistoupení ČR k eurozóně ve výši 2 %.

V následujícím kroku bude proveden výpočet reálné kalkulované úrokové míry (neboli kalkulované úrokové míry bez vlivu inflace).

Nominální kalkulovaná úroková míra (včetně inflace)	13,55%
(-) Dlouhodobá predikovaná míra inflace v ČR	2,00%
Reálná kalkulovaná úroková míra (bez inflace)	11,55%

3.3 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku

Hodnota podniku (obchodního jmění) se při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů stanoví pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \text{TOČV} / i_k$$

Kde:

H_n = hodnota podniku netto,
 $TO\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos,
 i_k = kalkulovaná úroková míra.

Po dosažení číselných hodnot:

$$H_n = 25\,343 / 0,1155$$

K datu ocenění činí po zaokrouhlení na celé tisíce obchodní jmění společnosti ČSAD Frýdek-Místek na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu 219 358 tis. Kč.

3.4 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebný majetek se oceňuje samostatně a následně se přičítá k hodnotě netto podniku.

Mezi provozně nepotřebný majetek lze zařadit 25 % podíl ve společnosti BUS MANAGEMENT. Tento obchodní podíl byl oceněn pro rata dle hodnoty jmění dané společnosti. Ocenění jmění společnosti BUS MANAGEMENT je uvedeno v Příloze č. 3.

Společnost	Podíl / obchodní podíl	Jmění	Hodnota podílu / obchodního podílu
BUS MANAGEMENT	25%	8 850	2 213

3.5 Výsledná hodnota stanovená paušální metodou KČV

Výnosová hodnota provozní v tis. Kč	219 358
Neprovozní majetek k datu ocenění v tis. Kč	2 213
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV v tis. Kč	221 571

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI ČSAD FRÝDEK-MÍSTEK
STANOVENÁ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
činí ke dni ocenění a po zaokrouhlení

221 571 000Kč.

Příloha č. 3

Ocenění společnosti BUS MANAGEMENT, a.s.

(6 stran)

1 Ocenění jmění společnosti BUS MANAGEMENT

1.1 Identifikační údaje společnosti BUS MANAGEMENT

Obchodní firma	BUS MANAGEMENT a.s.
Sídlo	Skalní 1088, Hranice I-Město, 753 01 Hranice
Identifikační číslo	277 80 937
Právní forma	akciová společnost
Rejstříkový soud	Krajský soud v Ostravě
Oddíl – vložka	oddíl B, vložka 3118
Den zápisu do obchodního rejstříku	7. listopadu 2006
Základní kapitál	2 000 000,- Kč
Statutární orgán – představenstvo	Martin Bartel, dat. nar. 30. prosince 1974
	Jakub Vyvial, dat. nar. 10. března 1986
	Martin Mlčák, dat. nar. 11. února 1978

Akcionáři společnosti BUS MANAGEMENT jsou společnosti:

- ČSAD Havířov, 25 %.
- CIDEM, 25 %.
- ČSAD Karviná, 25 %.
- ČSAD Frýdek-Místek, 25 %.

Podle výpisu z obchodního rejstříku byly k datu ocenění předmětem podnikání společnosti následující činnosti:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Společnost BUS MANAGEMENT reálně vznikla na základech původní „prázdné“ společnosti FC REAL Havířov, a.s. Od začátku roku 2014 se věnuje nákupu a prodeji autobusů pro třetí osoby (jak společnosti ve skupině CIDEM, tak pro další dopravce – např. ARIVA MORAVA, ARIVA ČECHY).

V důsledku procesu rozdělení společnosti transcargo s.r.o. se sídlem Hranice - Hranice I-Město, Skalní 1088, okres Přerov, PSČ 753 01, IČ: 651 41 261, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ostravě, v oddíle C, vložce číslo 9206, došlo k přechodu části obchodního jmění společnosti transcargo s.r.o., specifikovaného v projektu rozdělení formou odštěpením sloučením ze dne 14. června 2013, na společnost FC REAL Havířov a.s. Rozhodný den rozdělení odštěpením

TPA Horwath Valuation Services s.r.o.

140 00 Praha 4, Antala Staška 2027/79, Tel.: +420 222 826 211, Fax: +420 222 826 312, E-Mail: valuation@tpa-horwath.cz, www.tpa-horwath.cz
IČO: 25507796, Městský soud v Praze, spisová zn. C.151055

Albánie | Bulharsko | Česká republika | Chorvatsko | Maďarsko | Polsko | Rakousko | Rumunsko | Slovensko | Slovinsko | Srbsko

Člen Crowe Horwath International (Curych) – asociace nezávislých účetních a ekonomických poradců

sloučením: 01.01.2013. Obchodní název firmy FC REAL Havířov a.s. byl k 18. únoru 2014 změněn na stávající BUS MANAGEMENT a.s.

1.2 Majetek společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

Společnost BUS MANAGEMENT evidovala k datu ocenění, tj. 30.9.2014, následující majetek:

tis. Kč	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	15 459
Dlouhodobý majetek	24
Dlouhodobý nehmotný majetek	24
Software	24
Oběžná aktiva	15 434
Krátkodobé pohledávky	14 606
Pohledávky z obchodních vztahů	7 623
Stát - daňové pohledávky	1 666
Krátkodobé poskytnuté zálohy	17
Jiné pohledávky	5 300
Krátkodobý finanční majetek	828
Peníze	1
Účty v bankách	827
Časové rozlišení	1
Náklady příštích období	1

Majetek společnosti je tvořen zejména krátkodobými pohledávkami.

1.3 Zdroje financování společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

Společnost BUS MANAGEMENT evidovala k datu ocenění, tj. 30.9.2014, následující zdroje financování:

tis. Kč	30.9.2014
PASIVA CELKEM	15 457
Vlastní kapitál	8 850
Základní kapitál	2 000
Základní kapitál	2 000
Výsledek hospodaření minulých let	5 980
Nerozdělený zisk minulých let	5 980
Výsledek hospodaření běžného účetního období +/-	870
Cizí zdroje	6 607
Krátkodobé závazky	6 607
Závazky z obchodních vztahů	6 386
Závazky k zaměstnancům	8
Stát - daňové závazky a dotace	213

Zdroje financování společnosti tvoří zejména nerozdělený zisk minulých let a krátkodobé závazky.

1.4 Výsledek hospodaření společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

Společnost BUS MANAGEMENT generovala za období od 1.1.2014 do 30.9.2014 následující výsledek hospodaření:

tis. Kč	30.9.2014
Tržby za prodej zboží	6 300
Náklady vynaložené na prodané zboží	5 273
Obchodní marže	1 027
Výkonová spotřeba	8
Spotřeba materiálu a energie	0
Služby	8
Přidaná hodnota	1 019
Osobní náklady	10
Mzdové náklady	10
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4
Provozní výsledek hospodaření	1 005
Výnosové úroky	12
Ostatní finanční výnosy	0
Ostatní finanční náklady	1
Finanční výsledek hospodaření	11
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 016
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1 016
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 016

1.5 Metoda účetní hodnoty na principu historických cen

V případě společnosti BUS MANAGEMENT je tato metoda použita jako hlavní. Znalecký ústav použil tuto metodu z důvodu žádné relevantní historie ke startující podnikatelské činnosti v roce 2014 a budoucímu těžko odhadnutelnému vývoji společnosti. Hlavní výhodou metody účetní hodnoty je její průkaznost a srozumitelnost pro uživatele jejího výsledku. Vzhledem k evidovanému majetku a závazkům společnosti BUS MANAGEMENT nehrozí v případě jejího použití snížení vypovídací schopnosti hodnoty některých položek a výsledné hodnoty. Největší nevýhodou použití účetní metody je v praxi odlišná zůstatková a tržní cena dlouhodobého hmotného majetku, v případě společnosti BUS MANAGEMENT není evidován žádný dlouhodobý hmotný majetek.

Ocenění obchodního závodu vychází z ocenění podle účetních zásad, na jejichž podkladě je sestavena rozvaha. Ta je pak chápána jako souhrnné ocenění obchodního závodu. Za hodnotu netto se pak považuje účetní hodnota vlastního kapitálu.

V rámci výpočtu netto hodnoty obchodního závodu se od účetní hodnoty aktiv odečte účetní hodnota závazků, tj. součet cizích zdrojů a časového rozlišení.

1.5.1 Aktuální přehled aktiv evidovaných v účetnictví

Majetek společnosti BUS MANAGEMENT měl podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu.

tis. Kč	30.9.2014
AKTIVA CELKEM	15 459
Dlouhodobý majetek	24
Dlouhodobý nehmotný majetek	24
Software	24
Oběžná aktiva	15 434
Krátkodobé pohledávky	14 606
Pohledávky z obchodních vztahů	7 623
Stát - daňové pohledávky	1 666
Krátkodobé poskytnuté zálohy	17
Jiné pohledávky	5 300
Krátkodobý finanční majetek	828
Peníze	1
Účty v bankách	827
Časové rozlišení	1
Náklady příštích období	1

Zdroj: Účetní výkazy společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

1.5.2 Aktuální přehled závazků evidovaných v účetnictví

Cizí zdroje společnosti BUS MANAGEMENT měly podle nám poskytnutých účetních výkazů k 30.9.2014 následující strukturu:

tis. Kč	30.9.2014
Cizí zdroje	6 607
Krátkodobé závazky	6 607
Závazky z obchodních vztahů	6 386
Závazky k zaměstnancům	8
Stát - daňové závazky a dotace	213

Zdroj: Účetní výkazy společnosti BUS MANAGEMENT k 30.9.2014

1.5.3 Výsledná hodnota stanovená metodou účetní hodnoty na principu historických cen

Účetní hodnota netto společnosti byla stanovena ve výši rozdílu hodnoty aktiv a závazků ke dni 30.9.2014. Výpočet je uveden v následující tabulce (tis. Kč):

Aktiva	15 459
Závazky	6 607
Účetní hodnota netto	8 852

HODNOTA JMĚNÍ SPOLEČNOSTI BUS MANAGEMENT URČENÁ

METODOU účetní hodnoty na principu historických cen činí k datu ocenění a po zaokrouhlení

8 852 000 Kč

Příloha č. 4

Způsob výpočtu poměrových ukazatelů

(1 strana)

Příloha č. 4: Způsob výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů

Ukazatel	Výpočet
Rentabilita	
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	$(\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} + \text{úroky} * (1 - \text{daňová sazba})) / \text{Aktiva celkem}$
Rentabilita vlastního kapitálu po dani (ROE)	$\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} / \text{Vlastní kapitál}$
Rentabilita tržeb	$\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} / \text{Tržby celkem}$
Rentabilita tržeb ze Z s úroky	$(\text{Výsledek hospodaření z běžné činnosti po dani} + \text{úroky} * (1 - \text{daňová sazba})) / \text{Tržby celkem}$
Obrat celkových aktiv	$\text{Tržby celkem} / \text{Aktiva celkem}$
Finanční páka	$\text{Aktiva celkem} / \text{Vlastní kapitál}$
Marže	
EBIT marže	$\text{EBIT} / \text{Tržby celkem}$
EBITDA marže	$(\text{EBIT} + \text{odpisy}) / \text{Tržby celkem}$
Likvidita	
Pracovní kapitál	$\text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé dluhy}$
Běžná likvidita	$\text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé dluhy}$
Pohotovlá likvidita	$(\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{Krátkodobý finanční majetek}) / \text{Krátkodobé dluhy}$
Peněžní likvidita	$\text{Krátkodobý finanční majetek} / \text{Krátkodobé dluhy}$
Aktivita	
Doba obratu aktiv	$\text{Aktiva celkem} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Doba obratu zásob	$\text{Zásoby} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Doba inkasa krátkodobých pohledávek	$\text{Krátkodobé pohledávky} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Doba splatnosti krátkodobých závazků	$\text{Krátkodobé závazky} / (\text{Tržby celkem} / 365)$
Zadluženost (dlouhodobá finanční rovnováha)	
Debt ratio I. - ukazatel věřitelského rizika	$\text{Cizí zdroje} / \text{Aktiva celkem}$
Úrokové krytí I.*	$\text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$

*veličina EBIT je ve výši Provozního výsledku hospodaření – Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu + Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu + Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti

Pozn.: Tržby celkem = Výkony + Tržby za prodej zboží

Krátkodobé dluhy = Krátkodobé závazky + Krátkodobé bankovní úvěry + Krátkodobé finanční výpomoci