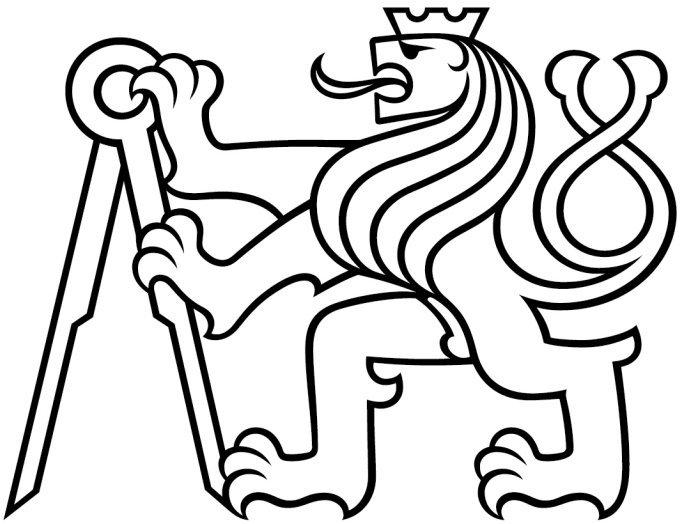
ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

FAKULTA DOPRAVNÍ



Tereza Honová

Stanovení hodnoty společnosti a značky ČSA

Bakalářská práce

2021

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE
Fakulta dopravní
děkan
Konviktská 20, 110 00 Praha 1

K621 ..... Ústav letecké dopravy

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení studenta (včetně titulů):

Tereza Honová

Studijní program (obor/specializace) studenta:

bakalářský – LED – Letecká doprava

Název tématu (česky): **Stanovení hodnoty společnosti a značky ČSA**

Název tématu (anglicky): Valuation of Company and Trademark of CSA

Zásady pro vypracování

Při zpracování bakalářské práce se řiďte následujícími pokyny:

- Cílem práce je stanovit hodnotu ČSA jako podniku a značky s přihlédnutím k okolnostem, které vedou k možnému prodeji. Současně určit, pro jaké subjekty na poli letecké dopravy by případná koupě mohla být zajímavá.
- Analyzujte obecné metody stanovení hodnoty společnosti a značky.
- Identifikujte specifika stanovení hodnoty společnosti a značky leteckých dopravců.
- Analyzujte předchozí prodeje leteckých společností.
- Popište metodiku použitou pro určení hodnoty společsnoti ČSA.
- Určete hodnotu společnosti a značky ČSA.

Rozsah grafických prací: dle pokynů vedoucího práce

Rozsah průvodní zprávy: minimálně 35 stran textu (včetně obrázků, grafů a tabulek, které jsou součástí průvodní zprávy)

Seznam odborné literatury: DOGANIS, Rigas. The Airline Business. London: Routledge, 2005. ISBN 9780415346153.

SHAW Stephen. Airline Marketing and Management. London: Routledge, 2016. ISBN 9781317183044.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Anna Polánecká, Ph.D. MBA**

Datum zadání bakalářské práce: **20. ledna 2021**
(datum prvního zadání této práce, které musí být nejpozději 10 měsíců před datem prvního předpokládaného odevzdání této práce vyplývajícího ze standardní doby studia)

Datum odevzdání bakalářské práce: **1. prosince 2021**
a) datum prvního předpokládaného odevzdání práce vyplývající ze standardní doby studia a z doporučeného časového plánu studia
b) v případě odkladu odevzdání práce následující datum odevzdání práce vyplývající z doporučeného časového plánu studia

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE Fakulta dopravní

doc. Ing. Jakub Kraus, Ph.D.
vedoucí
Ústavu letecké dopravy

doc. Ing. Pavel Hrubeš, Ph.D.
děkan fakulty

Potvrzuji převzetí zadání bakalářské práce.

Tereza Honová
jméno a podpis studenta

V Praze dne 16. srpna 2021

Poděkování

Ráda bych poděkovala vedoucí své práce, Ing. Anně Polánecké, Ph.D., MBA za její odborné vedení a rady, které mi pomohly při zpracování mé bakalářské práce. Zároveň bych chtěla poděkovat své rodině za podporu během celého studia.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předloženo práci vypracovala samostatně a že jsem uvedla veškeré použité informační zdroje v sousta s Metodickým pokynem o etické přípravě vysokoškolských závěrečných prací.

Nemám závažný důvod proti užití tohoto školního díla ve smyslu § 60 Zákona 121/2000 Sb. O právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon).

V Hradci Králové 30.11.2021 ……..

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

Fakulta Dopravní

Stanovení hodnoty společnosti a značky ČSA

Bakalářská práce

2021

Tereza Honová

ABSTRAKT

Cílem bakalářské práce **"Stanovení hodnoty společnosti a značky ČSA"** je určit hodnotu společnosti a značky České aerolinie, s využitím ekonomických metod, a také identifikovat potenciální kupce, kteří by o tuto společnost nebo její značku mohli mít ze strategických či ekonomických důvodů zájem. Součástí práce je úvod do problematiky oceňování podniku a její specifikace pro letecký průmysl. V neposlední řadě jsou uvedeny předchozí prodeje a fúze leteckých dopravců z minulosti jako paralela na současný stav Českých aerolinií.

Klíčová slova: České aerolinie, hodnota podniku, určování hodnoty, letecký dopravce, značka

ABSTRACT

The aim of the bachelor thesis **"Valuation of company and trademark of CSA"** is the evaluation of the company and the Czech Airlines brand, using economic methods, and the identification of potential buyers who might be interested in this airline or its brand for strategic or economic reasons. Part of the thesis is dedicated to the introduction of the issue of business valuation and its specifications for the aviation industry. Lastly, previous sales and mergers of air carriers from the past are presented as a parallel to the current state of Czech Airlines.

Key words: Czech Airlines, company value, value determination, air carrier, brand

Obsah

Seznam použitých zkratek 7

1. Úvod 8

2. Stanovení hodnoty společnosti a značky obecně 9

2.1 Vymezení pojmu společnost 9

2.2 Hodnota společnosti 9

2.3 Způsoby určování hodnoty společnosti 10

2.4 Vymezení pojmu značka 11

2.5 Prvky tvořící značku 11

2.6 Hodnota značky 13

3. Hodnota společnosti a značky leteckých dopravců 16

3.1 Určování hodnoty firmy dle odvětví činnosti 16

3.2 Hodnota společnosti v leteckém odvětví 16

3.3 Hodnota značky v leteckém odvětví 22

4. Metodika určování hodnoty 25

4.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF) 25

4.2 Multiplikátory (násobitelé) 26

4.3 Metoda hodnoty majetku 26

5. Předchozí prodeje leteckých společností 28

5.1 Fúze x akvizice 28

5.2 Akvizice leteckých dopravců 30

5.2.1 Akvizice se zachováním původní společnosti 31

5.2.1.1 Air Jamaica 31
5.2.1.3 Alitalia 31
5.2.2 Investiční akvizice 32
5.2.2.1 Canadian Airlines 32
5.3 Fúze leteckých dopravců 33
5.3.1 Northwest a Delta 33
5.3.2 US Airways a American Airlines 34
5.3.3 Air France a KLM 35
5.3.4 Alaska Air a Virgin America 36
5.4 Částečný odkup 37
5.4.1 Pan American World Airways 37
5.5 Zhodnocení 38
6. Stanovení hodnoty ČSA 40
6.1 Historický vývoj ČSA 40
6.2 Ekonomický vývoj 41
6.3 Stanovení hodnoty značky ČSA 44
6.4 Stanovení hodnoty společnosti ČSA 48
6.5 Varianty dalšího vývoje 58
6.6 Zhodnocení 59
7. Závěr 61
8. Seznam citovaných zdrojů 63
9. Seznam tabulek 70

10. Seznam obrázků 71

11. Seznam příloh 72

Seznam použitých zkratek

CAL	Aerolinie Carribean
ČNB	Česká národní banka
ČSA	České aerolinie
DCF	Metoda diskontovaného peněžního toku
EBITDA	Zisk před odečtením úroků, daní a odpisů
EV	Hodnota podniku
EVS	Evropské oceňovací standardy
FCFE	Free cash flows to firm (metoda entity)
FCFF	Free cash flows to equity (metoda equity)
IATA	Mezinárodní asociace leteckých dopravců
ICAO	Mezinárodní organizace pro civilní letectví
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
JFK	Mezinárodní letiště New York John F. Kennedy
KLM	Nizozemské královské aerolinie KLM
KPVH	Provozní výsledek hospodaření před zdaněním a odpisy
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar

1. Úvod

Svět bez létání si dnes již neumíme představit. Letecká doprava naprosto změnila pojem času v dopravě, sblížila kontinenty, zkrátila kdysi mnohadenní cesty na denní či hodinové, zmenšila celý svět.

Zkrácením cestovní doby, snížením ceny a zvýšením komfortu tak velkou měrou přispěla ke globalizaci světa. Mezi letecké společnosti, které se na těchto změnách podílely, patří i ČSA, společnost, o které bude pojednávat tato práce.

V této době prochází celý svět nelehkou situací způsobenou pandemií koronaviru. Přestože tato krize zasáhla téměř všechna odvětví, oblast letecké dopravy patří k těm, které jejím vlivem utrpěly nejvíce. Omezení pohybu na poli vnitrostátní i mezinárodní dopravy vedlo k paralýze tohoto odvětví a jeho obnova do předchozího stavu bude nejspíše trvat roky.

Nejen současná pandemie však vedla k situaci, ve které se momentálně nachází jeden z nejstarších leteckých dopravců na světě. Jedná se o dřívějšího národního dopravce České republiky a současně společnost s téměř stoletou tradicí – České aerolinie [1].

Předmětem této bakalářské práce je stanovit hodnotu společnosti ČSA jako podniku a značky, s přihlédnutím k okolnostem, které vedou k jejímu možnému prodeji a současně identifikovat potenciální kupce.

V teoretické části budou vymezeny pojmy hodnota podniku, hodnota značky a také to, čím je tato hodnota určena. Stanovím ji nejdříve obecně pro různá odvětví, následně blíže popíši specifika hodnoty společnosti a značky v oblasti letecké dopravy.

V další části budou popsány konkrétní používané metody při určování hodnoty podniku nebo značky. Popíši, jak je složité zvolit vhodnou metodu finanční analýzy dané společnosti tak, aby ve výsledku pozitivně ovlivnila tržní hodnotu daného podniku. Uvedu také relevantní příklady minulých akvizic a fúzí leteckých dopravců s rozdělením na oblast Evropy a zbytku světa.

V nejvýznamnější části práce bude zdokumentován historický a ekonomický vývoj Českých aerolinií od dne jejich založení až po současnost a budou popsány skutečnosti, které přivedly ČSA do situace, kdy se jedná o jejím možném konci.

S využitím zvolené metodiky bude stanovena hodnota Českých aerolinií jako podniku a značky. Nakonec budou na základě stanovených hodnot identifikováni potenciální kupci, kteří by o tuto společnost nebo její značku mohli mít ze strategických či ekonomických důvodů zájem.

2. Stanovení hodnoty společnosti a značky obecně

2.1 Vymezení pojmu společnost

Proto, abychom mohli stanovit hodnotu jakékoli společnosti, je nejdříve třeba představit, co vůbec pojem společnost znamená.

Podnikem či společností myslíme organizaci, jež nabízí své produkty či služby zákazníkům. Základním cílem společnosti je generovat zisk svým vlastníkům. Mnoho společností si však dnes také uvědomuje důležitost určitého přesahu. Stále více z nich se snaží snížit dopady svého provozu na životní prostředí nad rámec, který je vyžadován zákonem. Přispívají také na různé dobročinné účely či se podílí na rozvoji prostředí a komunity, v níž působí.

Obecně pak můžeme podnik definovat podle Obchodního zákoníku jako organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil k provozování určité činnosti. Součástí tohoto podniku jsou všechny věci, hmotné i nehmotné, které slouží k podnikání. [12]

České Aerolinie jsou tedy podnikem, který poskytuje služby pravidelné osobní letecké přepravy se zaměřením na oblast Evropy. Právní formou se jedná o akciovou společnost, jejímž cílem je generovat zisk pro své jednotlivé podílníky formou dividend. Hlavním akcionářem je česko-čínská společnost Smartwings, a.s..

I ČSA si uvědomují negativní aspekty provozování letecké přepravy. Jejich cílem je, mimo jiné, snižovat emise hluku, letecké emise a minimalizovat tak dopad své činnosti na životní prostředí. Toho dosahují např. důkladným čištěním odpadních vod, tříděním odpadu nebo důsledným dodržováním maximálních povolených hlukových limitů v oblasti letišť. [14]

2.2 Hodnota společnosti

Oceňování podniku je složitý ekonomický úkol. Důležitou podmínkou při stanovování hodnoty podniku je důkladný sběr vstupních dat. Výsledek je pak závislý na více faktorech jako jsou přesnost a dostupnost vstupních informací, zkušenosti oceňovatele a také znalost chodů a vztahů uvnitř oceňovaného podniku. Různí oceňovatelé mohou tedy dospět k odlišným závěrům v závislosti na výše zmíněných faktorech.

V úvahu jsou také brány faktory jako: předpokládané výnosy, správní struktura, cena akcií a další. [2]

Metody oceňování podniků jsou nezbytné z několika důvodů. Tím důvodem může být možný prodej společnosti, snaha přilákat investory nebo snaha získat podnikatelský úvěr. Různé metody oceňování podniku se pak liší v závislosti na různých aspektech, jako je například velikost společnosti či odvětví, v němž působí.

V knize Miloše Maříka: Metody oceňování podniku, je hodnota společnosti nebo podniku dána očekávanými budoucími příjmy na úrovni vlastníků nebo všech investorů převedenými na jejich současnou hodnotu. Tyto příjmy je možné pouze odhadnout, nelze je určit objektivně, z tohoto důvodu je hodnota podniku pouze víra v jeho budoucnost vyjádřená v penězích. [4]

Z výše uvedeného je patrné, že určovat hodnotu ČSA je v současné době velmi komplikované. Aerolinie na sebe podaly insolvenční návrh a od února tohoto roku (2021) jsou v insolvenčním řízení. Samotné podání tohoto návrhu znamená, že společnost není v současné době schopna dostát svým závazkům a její budoucí pokračování je velmi nejisté. Pokud budou ČSA dále pokračovat ve své podnikatelské činnosti, budou muset změnit stávající podnikovou strategii a strukturu.

2.3 Způsoby určování hodnoty společnosti

Při určování hodnoty společnosti má každá z tržních stran své subjektivní zájmy a očekávání ohledně výsledků ocenění a podmínek, za nichž se má případná majetková transakce uskutečnit. Podle IVS (International Valuation Standards) jsou základní metody pro oceňování podniku následující:

- Majetkové
- Výnosové
- Tržní [3]

Majetková metoda oceňování podniku klade důraz na provozní i neprovozní aktiva společnosti a uvádí kritéria k jejich zjištění. Konkrétně zjišťuje věcnou hodnotu podniku metodou účetní hodnoty. [3]

Metoda tržní je založená na analýze trhu, kdy se srovnávají podobné podniky, u nichž je známá hodnota. Hodnotí se podniky z hlediska stejného zaměření nebo srovnatelné podniky uváděné na burzu. U této metody je třeba mít dostatek spolehlivých dat a je nutná znalost současného trhu a obchodování na burze. [5]

Třetí základní metodou je metoda výnosová. Někdy se označuje také jako metoda diskontních peněžních toků. Hodnota podniku se určí z hlediska vlastníka a věřitele na základě peněz, které jsou k dispozici, od nichž se odečte hodnota dluhu. Tím se získá hodnota vlastního kapitálu společnosti. [5]

Ačkoliv volba metody záleží na oceňovali, je vhodné ji volit s ohledem na konkrétní odvětví či geografickou oblast, kde podnik působí, a také s ohledem na jeho ekonomickou situaci v dané době.

Blíže se jednotlivým metodám věnuji v kapitole 4, kde také uvádím, které z nich mi pro určení hodnoty společnosti České aerolinie připadají vhodné.

2.4 Vymezení pojmu značka

„*Značka je jméno, název, znak, výtvarný prvek nebo kombinace všech předchozích prvků. Je to ztvárnění něčeho, co vlastně není vidět.*“ Je to vztah mezi podnikem a zákazníkem. Je to specifické pojmenování výrobku nebo služeb, které zákazníkům asociuje určité pocity, zkušenosti a postoje k dané službě nebo produktu. [6]

Na rozdíl od podniku, značku tvoří nehmotné prvky. Asociace a pocity z ní mohou být do značné míry subjektivní s ohledem na konkrétní osobu. Pokud jako příklad uvedeme značku McDonald’s, jistě bude působit jinak na milovníka fastfoodu nebo přísného vegetariána. Marketingovým cílem by tedy mělo být, aby se pocity zákazníků, které v nich daná značka vyvolává, shodovaly s pocity, které v nich majitel značky vyvolat chce.

2.5 Prvky tvořící značku

Soubor základních stavebních komponentů značky stanovil brandingový expert Graham Robertson a rozdělil je na tyto oblasti:

- Osobnost značky, tedy její prezentace navenek, vzhled.
- Vnitřní motivátory, jedná se o poslání značky, její vizi, inspiraci a motivaci.
- Produkty a služby, které poskytuje.
- Externí pohled na značku, tzn. jak ji vidí spotřebitel. [7]

Důležitou součástí značky je tedy i její vizuální identita. Ta je tvořena grafickými prvky, jako jsou například logo značky, typografie, barvy či jiné znaky s ní spojené. Správně zvolené vizuální prvky si zákazník se značkou okamžitě spojí. Firemní grafika či vizuální styl musí také odpovídat postojům značky a současně pocitům, které má v zákaznících vyvolat. Různé barvy či typografie na lidi působí odlišně. Před konkrétní volbou jednotlivých prvků je tedy třeba vědět, v jakém odvětví značka působí a co reprezentuje.

Příkladem dobře zvolených a snadno rozpoznatelných log jsou například loga firem Apple, McDonalds, Coca-Cola nebo Nike.

Níže (Obr.1) jsou zobrazena některá známá loga leteckých dopravců. Jsou mezi nimi americké aerolinie Delta, německý dopravce Lufthansa, Emirates ze Spojených arabských emirátů, nizozemská společnost KLM nebo dnes již neexistující americký dopravce Pan Am.

Obr.1 Loga leteckých dopravců, zdroj: weby dopravních společností, vlastní tvorba

České Aerolinie prošly výraznější změnou loga v roce 2007. Tehdejším cílem bylo logo modernizovat a přiblížit jej tak zahraniční klientele, pro kterou bylo původní logo nečitelné a vyvolávalo asociace na předchozí komunistickou éru. [75]

České národní barvy byly zachovány i na novém logu, došlo pouze ke změně odstínů. Původní symbol tří trojúhelníků byl nahrazen pouze jedním ve tvaru diamantu. Zjednodušena byla také typografie, což zaručuje snažší čitelnost. Obě loga vidíme na níže uvedeném obrázku (Obr. 2)

Současné logo

Původní logo

Obr.2 Současné a původní logo ČSA, zdroj: https://www.designportal.cz/jak-se-vam-libi-nove-logo-csa/

2.6 Hodnota značky

Hodnota značky (brand equity) je přidaná hodnota zboží nebo služby, která jej od ostatního zboží či služeb odlišuje.

Definujeme ji dvěma způsoby:

- Z pohledu zákazníka jde hlavně o povědomí o značce, asociace s ní spojené, o vnímání kvality a o ochotu koupit dané zboží (loajalita ke značce).
- Z pohledu vlastníka značky jde hlavně o lepší odlišení od konkurence, jde o zajištění věrnosti zákazníků, vyšší marže s ohledem na značku a jde o zajištění možnosti rozšíření značky na jiné produkty.

Na následující grafice (Obr.3) vidíme různé aspekty, které se do hodnoty značky promítají.

Obr.3 Hodnota značky a její prvky, zdroj: vlastní tvorba, https://www.canva.com/learn/what-is-brand-equity/

Vnímání značky také úzce souvisí s profilací společnosti. Každý nový podnik musí zvolit vhodnou obchodní strategii a každý existující podnik by ji měl pravidelně aktualizovat, aby mohl obstát ve vysoce konkurenčním prostředí.

Konkurenční výhodu je pak zpravidla možné získat buď skrze cenu nabízeného produktu či služby nebo diferenciací. V případě cenové strategie je třeba udržovat nízké náklady a soustředit se na maximalizaci prodaného množství. Pokud se konkurenční výhodu snaží podnik získat skrze diferenciaci svých produktů či služeb, pak musí být jejich vyšší cena kompenzována vyšší přidanou hodnotou. Může tak jít o velmi nadstandardní či exkluzivní služby, v případě produktů pak například o kvalitu zpracování či specifický design.

Ke stanovení a revizi podnikové strategie existují různé nástroje. Příkladem jednoho z nich mohou být tzv. Bowmanovy hodiny. Ty uvádí celkem 8 různých firemních strategií pro určení vztahu mezi cenou a vnímanou hodnotou a současně úspěšnost každé z nich v tržní ekonomice.

Blíže budou Bowmanovy hodiny popsány v kapitole 6.3.

Oblasti, ve kterých působí ty vůbec nejúspěšnější značky jsou především technologie, finanční služby nebo automobilový průmysl.

V roce 2021 jsou na prvních místech v žebříčku značek s nejvyšší hodnotou: Amazon, Apple, Google a Microsoft.

Podle agentury Kantar, rostla během roku 2020 především hodnota značek v oblasti technologií. Hodnota značky Amazon vzrostla meziročně o 64 %, společnost Apple si pak polepšila o celých 74 %. [38] Při stanovení hodnoty značky vychází každá agentura z různých hledisek. Obvykle se však uvažuje o tržbách z prodeje produktů a služeb dané značky, konkurenceschopnosti značky a vnímání značky zákazníkem.

Obecně tak rostla odvětví, která byla pandemií zasažena méně nebo, jako v případě technologického průmyslu, jim tato situace prospěla. Naopak na oblast cestovního ruchu, služeb, pohostinství nebo právě letecké dopravy dopadla pandemická krize nejvíce.

Zásahem vyšší moci tak i společnosti s dobře zavedenou značkou a širokou základnou loajálních zákazníků utrpěly velké ekonomické ztráty.

3. Hodnota společnosti a značky leteckých dopravců

3.1 Určování hodnoty firmy dle odvětví činnosti

Každý podnik má svá specifika a na všechny podniky nelze použít jednu metodu oceňování. Hodnota podniku se vždy určuje podle individuálního přístupu oceňovatele.

V České republice v současné době neexistuje žádný předpis, který by byl závazný při stanovování hodnoty podniku. Existuje zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí. Od roku 2010 Česká národní banka stanovila pokyny pro oceňovatele hodnoty podniku a tyto znalecké posudky oceněných podniků musí být ČNB předkládány ke kontrole.

Při určování hodnoty podniku se také využívá mezinárodních či evropských pokynů. Jedná se o standardy IVS (International valuation standards) a EVS (European valuation standards). [52]

Tyto pokyny obsahují definice hodnoty podniku a obsahují zásady, které by měli znalci při oceňování respektovat. Jsou to však pouhá doporučení, ne závazné předpisy. Záleží tedy na konkrétním hodnotiteli, do jaké míry se jimi bude řídit.

Obecný postup při určení hodnoty bez ohledu na odvětví činnosti lze stanovit v několika bodech. Jsou to:

- Sběr vstupních dat – Získávají se základní informace o podniku, tedy předmět jeho podnikání, majetkové podíly v podniku, řídící a výrobní struktury, ekonomická data (účetní výkazy a výroční zprávy). Dále se zkoumají dodavatelské vztahy, technologie a investice.
- Strategická analýza – Je velmi významná při určování hodnoty podniku a zjišťuje vnitřní a vnější potenciál podniku. Vnitřní potenciál značí jeho konkurenceschopnost. Vnější potenciál označuje rizika v podnikání.
- Finanční analýza – Pracuje konkrétně s finančními výkazy podniku.
- Analýza a prognóza generátorů hodnoty – Zkoumá tržby, investice a ziskovost podniku. [52][53]

3.2 Hodnota společnosti v leteckém odvětví

Letecký průmysl je velmi specifické odvětví a působí na něj mnoho faktorů. Jedním z nich jsou vysoké vstupní náklady při vstupu na trh s leteckou dopravou, které mohou

představovat bariéru pro potenciální nové dopravce. Dalším specifikem je také velká konkurence mezi jednotlivými dopravci.

Jde o prostředí, jež je výrazně ovlivňováno ekonomickými poklesy na daných trzích či proměnlivou cenou paliva. K významným nárůstům a poklesům také dochází během roku v závislosti na sezóně.

Do ekonomických výsledků leteckých společností se také promítají meteorologické podmínky, ať už pozitivním či negativním způsobem. Dopravce limituje také kapacita jednotlivých letišť či míra svobody nebo regulace v jednotlivých státech.

V neposlední řadě může pro dopravce představovat problém neklidná politická situace v oblastech válečného konfliktu nebo pandemie, jak jsme tomu svědky v současné době.

Pandemie koronaviru zasáhla celosvětový trh s leteckou dopravou velmi významným způsobem. Podle údajů organizace ICAO došlo k poklesu poptávky po mezinárodní i vnitrostátní letecké přepravě. Ve srovnání s rokem 2019 došlo v roce 2020 k celkovému poklesu nabízených míst o 50 %, úbytku cestujících o 2,669 miliard a snížení obratu aerolinií o 371 miliard amerických dolarů.

Nejvýraznější pokles poptávky v oblasti mezinárodní dopravy zaznamenala severní Amerika, Evropa a Asie. Velké finanční ztráty pak zasáhly také trh s vnitrostátní leteckou dopravou v severní Americe. [37]

Pandemie koronaviru zasáhla i mnohá další odvětví a zanechala po sobě velké ekonomické a finanční ztráty, stejně jako velkou nejistotu budoucího vývoje.

V letecké oblasti došlo u mezinárodní osobní přepravy k poklesu přepravených cestujících ve srovnání se základní úrovní roku 2020 o 60 %, výnosy letišť se snížily o 65 %. Organizace IATA, která sdružuje letecké dopravce, uvedla, že se v porovnání s rokem 2019 leteckým společnostem snížily výnosy za osobokilometr o téměř 66 %.

V následující grafice můžeme vidět srovnání mezi různými mezinárodními organizacemi, jež reprezentují různá odvětví nejen v leteckém průmyslu. (Obr.4)

Obr.4 Vliv koronaviru na různá odvětví mezinárodního průmyslu, zdroj: https://www.icao.int/sustainability/Pages/Economic-Impacts-of-COVID-19.aspx

Mnoho leteckých společností omezilo své lety v důsledku snížené poptávky, jindy byly nuceny své lety rušit kvůli vládním nařízením jednotlivých států. Na rozdíl od oblasti služeb, kde jednotlivé podniky mohou své zaměření třeba jen dočasně upravit či přizpůsobit situaci, letecká doprava příliš mnoho alternativ nemá.

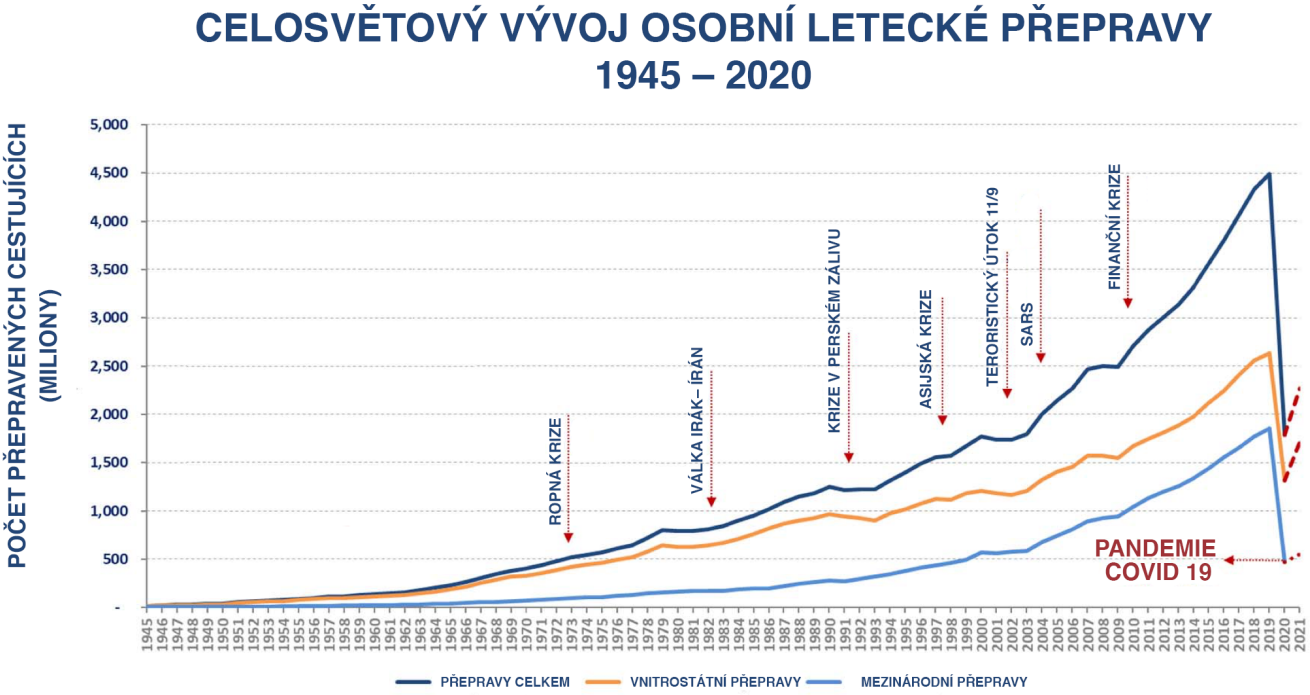
V České republice tak můžeme uvést například oblast pohostinství, kde mnoho restaurací nabízelo své produkty přes výdejová okénka. Oproti tomu naši letečtí dopravci mohli jen stěží přeorientovat své služby a spoléhaly tak převážně na vládní pomoc.

ČSA, na rozdíl od jiných společností, nesplnily podmínky nutné pro čerpání základní státní pomoci, která byla vytvořena pro celé spektrum podniků bez ohledu na odvětví působnosti. Mnohé podniky v oblasti dopravy dosáhly na mimořádnou podporu, která jim byla vytvořena na míru. Pro oblast letectví v České republice takový program vytvořen nebyl. V mnoha evropských státech však aerolinie dosáhly na speciální dotační programy, což na evropském trhu způsobilo nerovnosti. ČSA tak ve srovnání s konkurenčními dopravci utrpěly více a jejich obtížná ekonomická situace se ještě prohloubila.

Po konci první kovidové vlny na jaře roku 2020 došlo postupně k obnově letecké dopravy v Evropě, přesto ČSA ve svém insolvenčním návrhu uvádí, že se přeprava cestujících v následujícím období dostala asi na 20 % předkovidové úrovně. [67]

Příjmy v mezinárodním turismu se oproti roku 2019 snížily o 910 miliard amerických dolarů. Objem globálního obchodu se zbožím poklesl meziročně o 9,2 % a pokles globální ekonomiky je odhadován mezi 3,5 až 4,3 %. Což dokládá, že letecký průmysl patřil k nejvíce zasaženým odvětvím.

V následujícím grafu (Obr.5) pak můžeme sledovat, jak reagoval letecký průmysl na různé světové události mezi lety 1945–2020. Na svislé ose jsou znázorněny počty přepravených osob v milionech, na horizontální ose jednotlivé roky. Žlutá křivka označuje cestující na vnitrostátních a světlemodrá na mezinárodních letech. Tmavě modrá křivka znázorňuje souhrnný počet přepravených osob.



Obr. 5 Celosvětový vývoj osobní letecké přepravy 1945–2020, zdroj: https://www.icao.int/sustainability/Documents/COVID-19/ICAO%20COVID%202021%2006%2023%20Economic%20Impact%20TH%20Toru.pdf

V grafu vidíme počty přepravených osob v reakci na: ropnou krizi, válku mezi Irákem a Íránem, krizi v Perském zálivu, Asijskou krizi, teroristické útoky na Světové obchodní centrum z roku 2001, epidemii SARS nebo finanční krizi z roku 2008. Nejvýraznější reakcí je však snížení počtu cestujících v důsledku pandemie COVID-19.

I ČSA tato období během své téměř stoleté existence zažily. Vzhledem k tomu, že Střední východ nepatřil nikdy ke klíčovým trhům českých aerolinií, krize, které tyto oblasti zasáhly, se na provozu ČSA mohly projevit spíše sekundárně. Například tím, že oblast Středního východu patří k nejdůležitějším exportérům ropy. Neklid v těchto zemích tak ovlivňuje cenu leteckého paliva.

V důsledku asijské krize významným způsobem klesla poptávka po letecké dopravě, tak jak ukazuje i výše uvedený graf. ČSA pokles poptávky v tomto období přiznávají sami ve své výroční zprávě z roku 1999. [15] Na jejich hospodářském výsledku se také podepsal pokles poptávky ze strany ruské klientely, která byla pro ČSA významná. Ve srovnání s dopravci, kteří se přímo soustředí na asijské trhy, byly však České aerolinie zasaženy méně. Rok 1999 se jim podařilo zakončit s kladným hospodářským výsledkem.

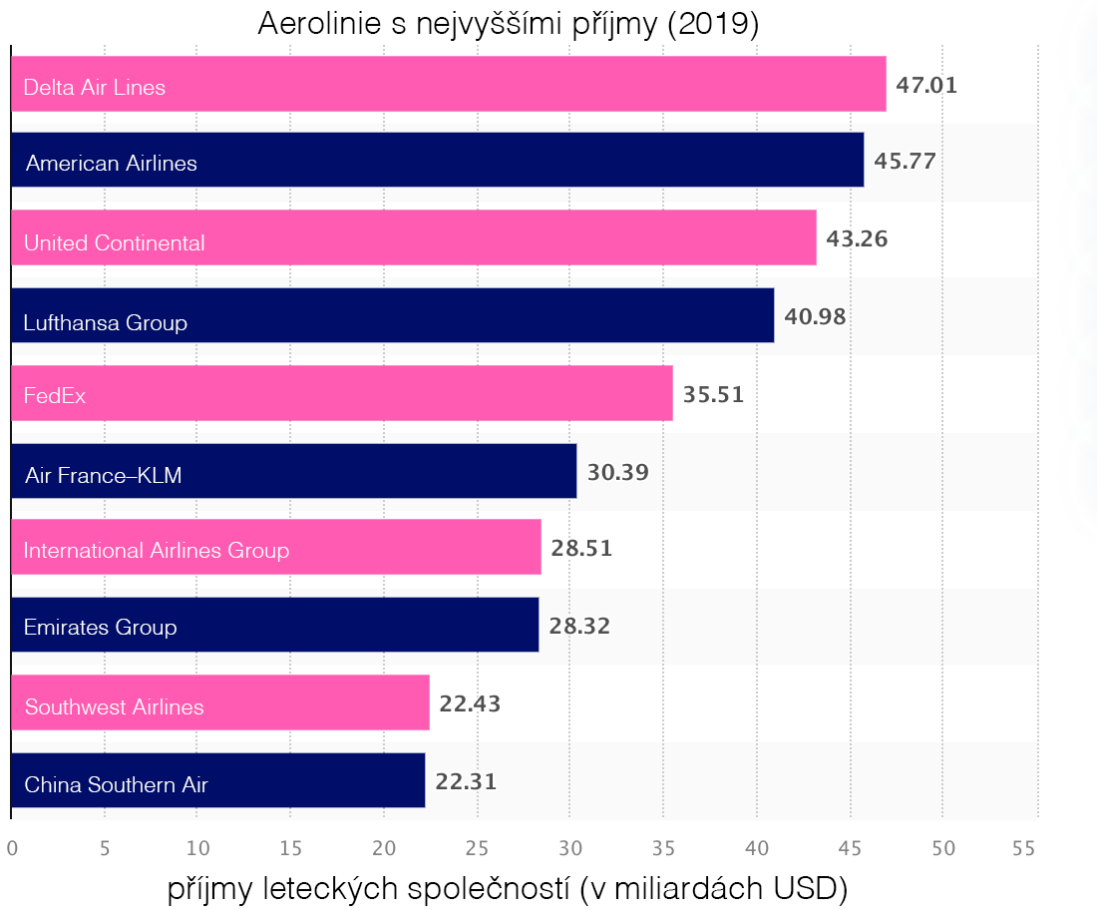
Podobně pak teroristické útoky z roku 2001 vyvolaly velké obavy z letecké přepravy, což v důsledku rovněž dopadlo i na ČSA. Na hospodaření ČSA se negativně odrazila i finanční krize z roku 2008, která způsobila pokles poptávky po letecké dopravě na celém světě. Ve srovnání s pandemií však žádné z předchozích kritických období nemělo na fungování Českých aerolinií takový dopad.

V současné době se předpokládá, že se letecké odvětví vrátí do předpandemického stavu v řádu několika let. Takový předpoklad je však založen na tom, že se pandemii podaří vyřešit a nebude jí trvale poznamenáno chování zákazníků.

Před příchodem koronavirové pandemie byly aeroliniemi s nejvyššími tržbami (data z roku 2019) Delta Air lines, následované American Airlines a United Continental, všechny shodně z USA. V Evropě byla společností s nejvyššími příjmy v oblasti leteckých přeprav německá Lufthansa, následovaná holdingem Air France-KLM.

Vysoké příjmy vnitrostátní letecké přepravy ve Spojených státech jsou dány jednak strukturou dopravy (rozloha země, nepříliš rozvinutá sítě železnic) a také velkým zájmem o leteckou osobní přepravu. Všichni tito dopravci se tak orientují nejen na mezinárodní dopravu, ale také na dopravu vnitrostátní, jež je ve Spojených státech hojně využívaná.

Na níže uvedené grafice (Obr.6) vidíme konkrétní výši příjmů jednotlivých aerolinií za rok 2019. Uvedené částky jsou miliardách USD.



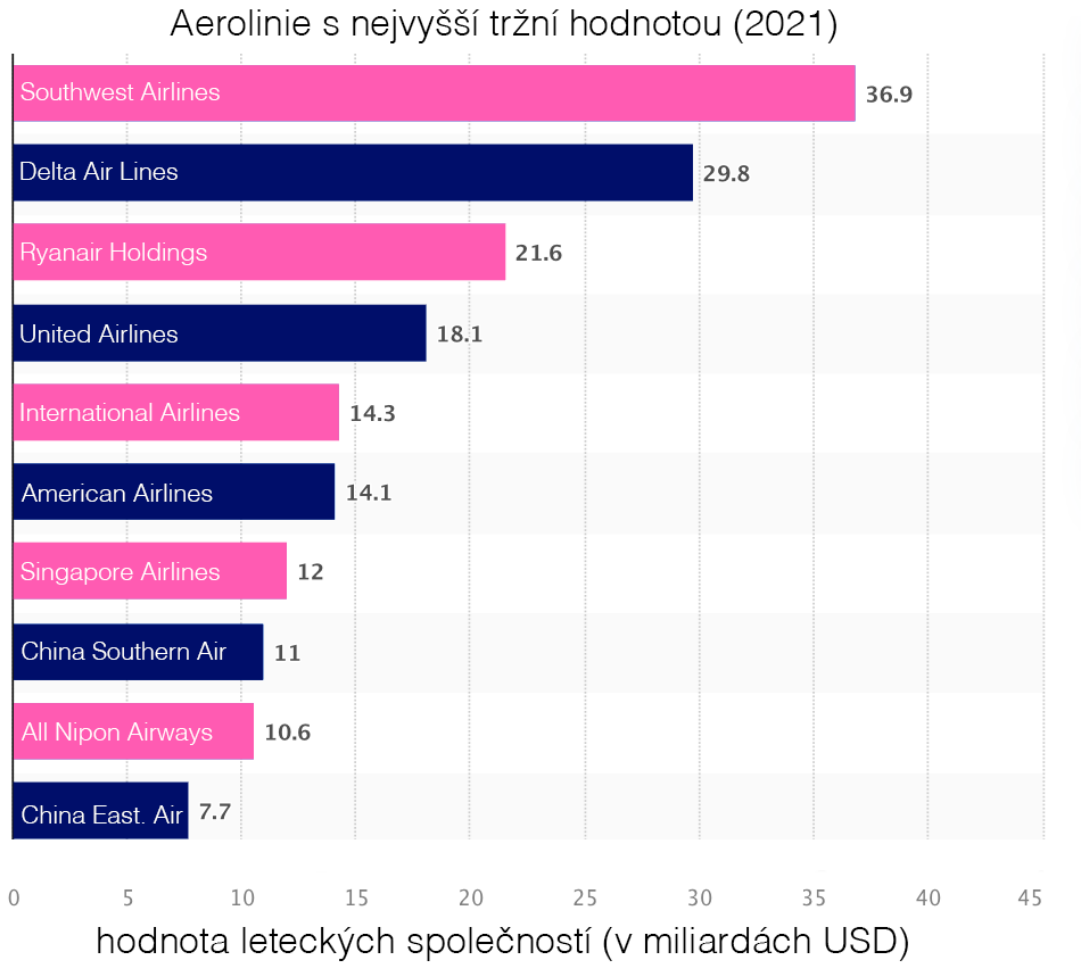
Obr.6 Aerolinie s nejvyššími příjmy 2019, zdroj: https://www.statista.com/statistics/269285/most-profitable-airlines/

V následujícím grafice (Obr.7) pak vidíme letecké společnosti s nejvyšší tržní hodnotou v roce 2021. Nejvyšší příčky v tomto případě obsadily letecké společnosti z USA, Southwest s hodnotou 36,9 miliard USD a Delta Air Lines s hodnotou 29,8 miliard USD. Na třetím místě je pak evropský nízkonákladový dopravce Ryanair (Irsko) s hodnotou 21,6 miliard amerických dolarů.

Aerolinie Southwest těží převážně z dobře zvolené obchodní strategie, která je postavená na nízkých provozních nákladech a důrazu na proškolené a loajální zaměstnance. Southwest má nejnižší provozní náklady na domácím trhu, kde se současně těší postavení největšího nízkonákladového a druhého největšího dopravce celkově. Má jednoduchý tarifní systém a nízké ceny letenek a také nejlépe hodnocený zákaznický servis. Současně má ve srovnání s ostatními aeroliniemi nízké zadlužení (velmi nízký poměr dluhu k vlastními kapitálu) a vysoké zisky v poměru ke svým příjmům. [65][66]

Podobně je na tom irský dopravce Ryanair. Jeho úspěšnost je dána především jeho dobře zvolenou kompetitivní strategií, která cílí na cenu citlivé zákazníky v rámci Evropy.

Výše příjmů, samozřejmě, nedokládá, jak je provozovaný model ziskový. Pokud vysoké příjmy nejsou doprovázeny také nízkými náklady, mohou se společnosti potýkat s finančními obtížemi i v případě vysokých obratů. Společnosti uvedené v tabulce jsou úspěšné pro svou dobře zvolenou firemní strategii, nízké provozní náklady a loajální zákazníky.



Obr. 7 Aerolinie s nejvyšší tržní hodnotou 2021, zdroj: https://www.statista.com/statistics/275948/market-capitalization-of-selected-airlines/

3.3 Hodnota značky v leteckém odvětví

V nedávné studii (2020), která zkoumala hodnotu značky a loajalitu zákazníků u aerolinií v Jordánsku, byly potvrzeny následující skutečnosti. Kvalita značky, zkušenosti s ní a její rozpoznatelnost byly důležitými faktory ovlivňujícími hodnotu značky.

Vnímaná hodnota je pak důležitým faktorem pro vytvoření loajality ke značce. To je důležité zejména proto, že udržení stálé a loajální klientely je výrazně levnější než snaha získat zákazníky nové. [49]

Ačkoliv je vnímání značky důležité ve všech komerčních odvětvích, v letectví je naprosto zásadní, aby nejen aerolinie, ale i ostatní subjekty působící v leteckém průmyslu, dodávaly

cestujícím pocit spolehlivosti a bezpečí. V opačném případě mohou být dopady pro letecké společnosti zničující.

Příkladem může být případ Malaysia Airlines. V roce 2014 došlo ke dvěma tragédiím, které velmi poškodily pověst tohoto leteckého dopravce. První z nich byl případ zmizení letu MH370 nad Indickým oceánem, druhým pak tragické sestřelení letu MH17 nad východní Ukrajinou.

Tyto skutečnosti nebyly jedinými faktory, jež ovlivnily nepříznivou finanční situaci, ve které se aerolinie nyní nachází. Aerolinie za další označily rostoucí cenu paliva a novou konkurenci v podobě nízkonákladových dopravců.

Po nehodě letu MH370 zakončily první čtvrtletí tohoto roku s rekordní ztrátou, která činila 138 milionů USD, ztráta za třetí čtvrtletí téhož roku pak dosáhla 176 milionů USD. Při meziročním srovnání s rokem 2013 vidíme, že za prvních 9 měsíců roku 2013 dosáhla ztráta společnosti 253 milionů USD, v roce 2014 to pak za stejné období bylo 409 milionů USD. Za celý rok 2012 byla přitom ztráta 139 milionů USD. [62][63] Z výše uvedeného tedy plyne, že po obou nehodách začaly ztráty dopravce narůstat.

Dopad na vnímání značky dokazuje také 33 % pokles týdenního počtu rezervací ve srovnání se stavem před nehodami a současně vysoký počet zrušených rezervací bezprostředně po sestřelení letu MH17. [64]

Americký Boeing je dalším příkladem, kdy utrpěla reputace společnosti působící v leteckém odvětví, ačkoliv zde nejde přímo o leteckého dopravce. Nelze však popřít, že komplikace, které způsobila poruchová letadla z řady Boeing 737 Max, měly na poškozené pověsti podniku značný podíl.

To sama přiznává i společnost Boeing ve své výroční zprávě za rok 2019. V tomto roce vykázala společnost provozní ztrátu ve výši téměř 2 miliard USD, naopak v roce předchozím (2018) vykazovala provozní zisk téměř 12 miliard USD. [56]

Nucené uzemnění těchto letadel pak dostalo do nelehké situace mnoho leteckých dopravců, mezi nimi třeba i českou společnost Smartwings.

Na následujícím obrázku (Obr.8) pak vidíme žebříček nejhodnotnějších značek leteckých společností za rok 2019 a 2020.

2020	2019	Logo	Název	Země	2020	2019
1 =	1		Delta		$9,229M	$10,105M
2 =	2		American Airlines		$8,882M	$9,553M
3 =	3		United Airlines		$8,227M	$8,460M
4 ▲	5		Emirates		$6,860M	$6,268M
5 ▼	4		Southwest Airlines		$5,980M	$6,596M
6 ▲	9		Air China		$4,370M	$4,118M
7 ▼	6		China Southern		$4,054M	$4,461M
8 ▲	12		Air Canada		$3,708M	$2,965M
9 ▼	8		British Airways		$3,660M	$4,168M
10 ▼	7		China Eastern		$3,218M	$4,227M

Obr.8 Nejhodnotnější značky v leteckém odvětví 2019 a 2020, zdroj: https://brandirectory.com/rankings/airlines/table

Společnost BrandFinance každoročně vydává žebříček nejhodnotnějších značek leteckých dopravců. Přesný způsob stanovení hodnoty značky společnost veřejně neuvádí. Vychází však z rozsáhlého průzkumu trhu, v němž posuzuje jednotlivé aspekty, jako jsou povědomí o značce, loajalita ke značce či vnímání značky. Současně pracuje s výnosy společností nebo výší licenčních poplatků v odvětví, ve kterém daný podnik působí. Výsledkem komplexních výpočtů je pak současná hodnota značky.

S ohledem na to, že se při stanovení hodnoty značky pracuje i s jejím vnímáním mezi spotřebiteli a nikoliv pouze s výnosy podniku, liší se výsledná hodnota od tržní hodnoty společnosti.

V tabulce vidíme, že v roce 2020 hodnota značek leteckých dopravců ve srovnání s rokem 2019 poklesla. To je důsledek problémů, které způsobila výše popsaná pandemická situace.

Společnost Delta žebříčku dominovala během posledních dvou posuzovaných let, na druhém místě je pak společnost American Airlines a na třetím United Airlines, všechny původem z USA.

ČSA se v těchto žebříčcích neumisťují, což je dáno především jejich velikostí i oblastí působnosti. Jejich služby nejsou natolik rozšířené a značka je rozpoznatelná spíše v oblasti střední a východní Evropy. Mají také výrazně menší počet zaměstnanců a vykazují nižší obraty.

4. Metodika určování hodnoty

Existuje celá řada metod, jež se používá k určení hodnoty podniku. Některé z nich, ty základní, byly krátce uvedeny již v kapitole 2. Bylo také zmíněno, že jejich volba není ničím vázána a záleží tak na konkrétním hodnotiteli. Níže uvedu některé z nejpoužívanějších metod detailněji.

4.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Základním principem výnosové metody diskontovaného peněžního toku, označované také jako metoda diskontovaného cash-flow, je určit výnosy s odečtením nákladů společnosti. Hodnotitel tak pracuje s předpokládaným finančním tokem, který snižuje (diskontuje) očekávanou mírou rizika. Čím vyšší riziko je, tím více se konkrétní výnosy diskontují. Jedná se o nejpoužívanější metodu ke stanovení hodnoty podniku.

Pracuje v zásadě se dvěma různými přístupy.

Prvním z nich, metoda **Free cash flows to firm (FCFF)** [55], česky označovaná jako metoda entity, nepracuje s dluhy společnosti. Udává výslednou částku jako volné finanční prostředky pro vlastníky a věřitele společnosti.

Druhým přístupem je **Free cash flows to equity (FCFE)** [55] neboli metoda equity. Ta naopak pracuje i s dluhy společnosti, které od hodnoty společnosti odečítá. Výsledná částka tak představuje volné peněžní prostředky pro vlastníky podniku.

Výnosové metody počítají hodnotu podniku na základě výnosů, které tento podnik vygeneruje v budoucnosti. V první fázi výpočtu hodnoty podniku se počítá hodnota na základě ekonomických výsledků předchozích let. V druhé fázi se diskontují výnosy budoucích let s ohledem na míru rizika. Předpokladem je, že podnik funguje stále stejným způsobem, ve stejné organizační struktuře a se stejným provozním modelem.

Výsledkem metody entity (FCFF) je hodnota, která se rovná volným finančním prostředkům, které může podnik vyvést, aniž by byla ohrožena jeho existence. V případě ČSA to však nelze, protože žádné finanční prostředky se vyvést nedají, aniž by byla ohrožena jejich existence. Druhá fáze – diskontování budoucích výnosů nelze vypočítat s ohledem na fakt, že pokračování podniku je povoleno pouze za podmínky reorganizace. Výsledky předchozích let tak nemají návaznost na jeho ekonomické výsledky v letech následujících.

Jen obtížně lze tedy například predikovat výnosy podniku, který v rámci zachování provozu bude nucen změnit způsob svého fungování. Výnosy z předchozích let by byly získány za situace, která se od té současné i budoucí značně liší.

4.2 Multiplikátory (násobitelé)

Metody multiplikátorů využívají pro oceňování podniku analýzu trhu, patří tak mezi metody tržní.

První z nich, **metoda srovnatelných podniků**, stanoví hodnotu podniku na základě již jiného oceňovaného podniku a pracuje přitom s hodnotou akcií.

U **metody srovnatelných transakcí** je postup obdobný. Využije se již oceněný srovnatelný podnik, v tomto případě však pracuje s jeho hodnotou jako celku, nevyužívá tak akcie.

Poslední je **metoda odvětvových multiplikátorů**, která je ze všech tří nejvíce komplexní a vychází se při ní ze stavu odvětví, v němž oceňovaný podnik působí. [58]

Při všech těchto metodách se používají takzvané multiplikátory neboli násobitelé.

Multiplikátor je koeficient udávající změnu určité ekonomické veličiny v závislosti na změně jiné ekonomické veličiny. [58] Při stanovení tržní hodnoty, kromě metody srovnatelných transakcí, se využívá násobitel, který udává poměr ceny akcie k zisku z dané akcie.

Využití těchto metod je rozšířené především v zemích s rozvinutým trhem akciových společností, jejichž akcie se běžně obchodují na burze.

S ohledem na tyto skutečnosti je využití uvedené metody pro stanovení hodnoty ČSA problematické. Danou metodu bychom mohli uplatnit v omezené míře snad v rámci Evropy. Své využití tak tato metoda nachází především v zemích jako jsou USA.

4.3 Metoda hodnoty majetku

Majetkové metody oceňování podniku stanoví hodnotu podniku oceněním jednotlivých položek majetku, kterou následně sníží o oceněnou hodnotu všech jeho závazků. Existuje několik různých majetkových metod, níže jsou uvedeny nejčastější z nich.

Metoda účetní hodnoty využívá účetní výkazy a pracuje s historickými cenami. Využívá tedy cenu majetku v době, kdy byl pořízen. Práce s pořizovací cenou však neodráží skutečnou hodnotu majetku dnes, z tohoto důvodu se příliš často nepoužívá.

Metoda substanční hodnoty převádí historické ceny na současné tržní ceny. Může být buď brutto nebo netto. Metoda brutto zjišťuje aktuální cenu majetku v současných cenách sníženou o odpisy. Metoda netto odečte od aktuálních cen majetku dluhy podniku a výsledkem je tak hodnota brutto snížena o závazky a rezervy, takže substanční metoda netto vyčíslí vlastní kapitál podniku.

Poslední často používaná majetková metoda je **metoda likvidační hodnoty**. Ta se používá v případě, kdy je budoucnost podniku nejistá a vlastník zvažuje, že činnost ukončí. Majetek je určen množstvím finančních prostředků získaných prodejem jeho částí k předpokládanému datu ukončení jeho činnosti. [61]

Prostředky se použijí na splacení závazků a pouze zbytek je majetkem vlastníka. Velkou roli u této metody hraje čas, čím dříve se majetek podaří prodat, tím výhodnější to pro vlastníka zpravidla je.

Pro určení hodnoty společnosti ČSA jsem z výše uvedených metod zvolila metodu substanční hodnoty. Likvidační metodu jsem vyloučila, protože se o ukončení činnosti ČSA neuvažuje. Společnost je sice nyní v insolvenčním řízení, ale byla jí povolena reorganizace a může tedy pokračovat v činnosti.

5. Předchozí prodeje leteckých společností

5.1 Fúze x akvizice

Nejčastějším způsobem ukončení podnikání je prodej podniku nebo převod obchodního podílu nebo akcií podniku na třetí osobu. Další možností u menších podniků je tvz. mezigenerační převod. Dalším je manažerský odkup, prodej akcií podniku na burze, refinancování. Poslední možností je pak likvidace podniku. [11]

Nejčastějším důvodem k prodeji podniku je nedostatek kapitálu, který postupně vede majitele podniku k neschopnosti jej nadále udržovat v chodu.

„*Prodej podniku je definován jako převod aktiv a závazků daného podniku z prodávajícího na kupujícího.*" [12]

Akvizice představuje převzetí podniku na základě koupě a prodeje a může jít o přátelské nebo nepřátelské převzetí. Přátelská akvizice je provedena se souhlasem managementu firmy. U nepřátelské akvizice může dojít k převzetí podniku i proti vůli jeho managementu.

Výhody akvizice:

- Jedná se o zavedenou firmu, může tedy plynule pokračovat ve své činnosti.
- Při převzetí může být využito know-how firmy spolu s firemními odborníky.

Nevýhody akvizice:

- Při špatné ekonomické strategii se podnik již nemusí vzpamatovat. Jeho značka je natolik poškozena, že již nezíská zpět důvěru zákazníků. [39]
- V případě akvizice dvou podniků ve stejném odvětví může docházet ke zdvojení některých oddělení a lidí věnujících se stejné činnosti. To ve svém důsledku zvyšuje náklady na mzdy.
- Cíle, kterých se slučované společnosti snaží dosáhnout, mohou být protichůdné nebo jiným způsobem navzájem neslučitelné. Může jít například o snahu proniknout na nové trhy na jedné straně a na druhé naopak o snižování nákladů.
- Zvýšené požadavky na dodavatele, což může způsobit problémy v produkci. To může být problém především pro výrobní podniky.
- Nevhodná kombinace společností, jež může ve svém důsledku přinést podniku, který akvizici iniciuje, více problémů než benefitů. [39]

Český právní řád definuje dva druhy **fúze**:

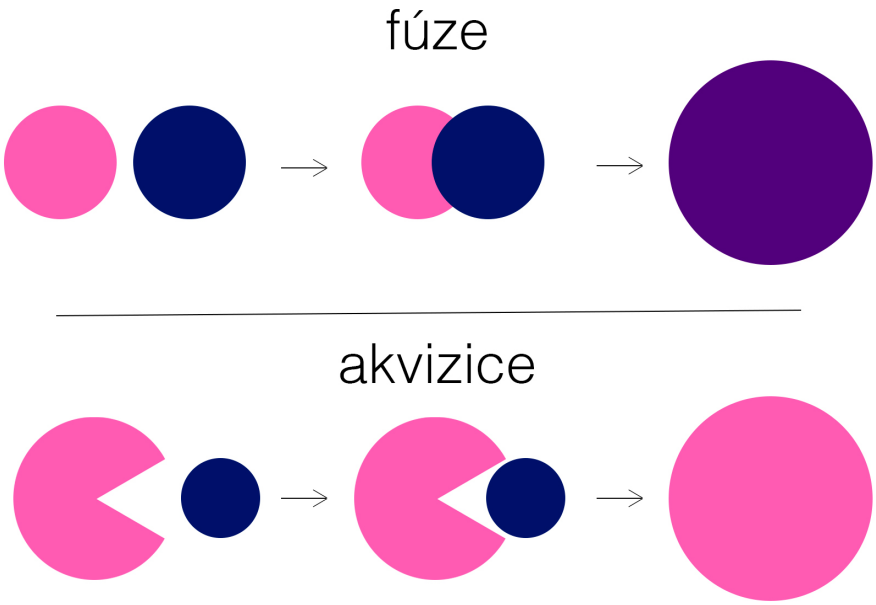
1. Fúze splynutím, kdy zanikají všechny právnické osoby a vzniká na jejím základě nová.

2. Fúze sloučením, kdy zaniká nejméně jeden ze zúčastněných podniků a jeden z nich přebírá dominantní roli.

U společností se stejnou právní formou se fúze může použít i v případě, že je podnik v insolvenci nebo likvidaci. [12]

Nejedná se o rozdělení podniku ani o odštěpení některé části, jde pouze o splynutí podniků.

Rozdíl mezi akvizicí a fúzí je jednoduše znázorněn na následujícím schématu (Obr.9)



Obr.9 Schéma akvizice a fúze, zdroj: vlastní tvorba

K fúzím a akvizicím na poli mezinárodní letecké dopravy dochází z důvodů strategických a ekonomických.

Díky fúzi mohou sloučené letecké společnosti dosáhnout na další trhy a linky, které jim do té doby nebyly přístupné. Výhodné strategické postavení jedné letecké společnosti také může být důvodem pro její koupi jiným dopravcem a dojde tedy k akvizici.

Ekonomicky jsou pak fúze a akvizice pro letecké dopravce zajímavé tím, že jim umožňují snížit provozní náklady a dosáhnout tak vyššího zisku. Konkrétně mohou dopravci profitovat využíváním společné infrastruktury, a tak dosáhnout snížení nákladů na mzdy či služby. Toto

snížení nákladů má význam především v obdobích poklesu poptávky po letecké dopravě. [26]

Větší letecká společnost má také lepší pozici při jednání s dodavateli a letišti. V neposlední řadě pak může být pro leteckou společnost ve špatné ekonomické kondici její prodej poslední možností k záchraně a zachování provozu.

Konkrétní benefity těchto operací pak samozřejmě záleží na specifické situaci a zúčastněných společnostech.

Vzhledem k tomu, že cílem práce je nejen stanovení hodnoty Českých aerolinií, ale také identifikace možných potenciálních zájemců, je vhodné představit, jakým způsobem by mohly tyto subjekty do společnosti vstoupit či ji převzít. Z tohoto důvodu uvádím v následujících kapitolách konkrétní akvizice a fúze leteckých společností z dřívějších let.

Některé z příkladů ukazují společnosti, jež se před uskutečněním fúze či akvizice nacházely v podobné situaci, jako dnes ČSA. Mohou tedy ukazovat jednu z možných cest k záchraně tohoto dopravce.

5.2 Akvizice leteckých dopravců

Akvizice nejen v letecké dopravě, bývají zpravidla dvojího typu. Společnost může být po převzetí zachována a fungovat i nadále pod svou existující značkou. Druhým přístupem pak je akvizice investiční. V takovém případě přestává původní společnost existovat. Motivace pro akvizici je v obou případech různá a také rozdílně výhodná pro společnost, která je takovým způsobem převzata.

Důvodem pro převzetí se zachováním původního podniku může být například jeho potenciál, ale momentální špatná ekonomická situace mu neumožňuje jej naplnit. Společnost, která se tedy rozhodne cílový podnik převzít, má za cíl zvýšit efektivitu jeho provozu a zlepšit tak jeho výsledky.

V letecké dopravě to může být třeba dobře zavedená značka aerolinií s loajální základnou zákazníků a zajímavou sítí destinací, která se ale momentálně nachází ve špatné finanční situaci.

Příkladem tohoto typu akvizice může být i dřívější koupě ČSA společností Smartwings a.s., ta se stala v roce 2018 jejich většinovým vlastníkem. Provozovat obě společnosti nezávisle dávalo v tomto případě větší smysl, než například fúze obou společností. Každé aerolinie se soustředí na jiný segment trhu. České aerolinie poskytují pravidelnou leteckou přepravu na linkách v rámci Evropy, jejich klienty jsou jednotliví cestující včetně business zákazníků.

Naopak Smartwings se soustředí převážně na poskytování charterových letů a B2B segment, jeho zákazníky jsou tak především různé cestovní agentury.

V jiných případech může kupec vidět v akvizici vhodnou příležitost k investicím. Motivací může být například snaha odstranit z daného trhu konkurenci či zabránit jejímu vstupu na trh.

Dalším důvodem jsou například know-how a používané technologie, které je jednodušší získat odkupem existující společnosti než vlastním vývojem. Tehdy se jedná zpravidla o akvizice menších, začínajících podniků. [40]

5.2.1 Akvizice se zachováním původní společnosti

5.2.1.1 Air Jamaica

Společnost Air Jamaica se již na počátku devadesátých let potýkala s finančními ztrátami. Přes částečnou privatizaci a po určitém ekonomickém zlepšení se však o 10 let později nacházela ve stejné situaci a dopravce byl odprodán zpět národní vládě Jamajky.

Po volbách v roce 2007 a změně jamajské vlády situace dospěla k opětovné snaze o privatizaci společnosti. I přes vlastní snahu zaměstnanců aerolinií o zachování národního dopravce bylo v dubnu 2010 oznámeno, že novým majoritním vlastníkem Air Jamaica se stane společnost Caribbean Airlines (CAL).

K převzetí aerolinií pak došlo v květnu 2011, jamajská vláda zůstala i nadále částečným vlastníkem společnosti s podílem 16 %. [17] [18]

Bylo rozhodnuto, že aerolinie budou, i pod vlastnictvím CAL, dále provozovány pod nezávislou značkou Air Jamaica a zaměří se na volnočasový trh.

Vzhledem k tomu, že hospodářské výsledky Air Jamaica z období po akvizici nejsou dostupné, předpokládám, že důvodem pro ukončení provozu aerolinií, ke kterému nakonec došlo v roce 2015, byla špatně zvolená obchodní strategie. Jedná se tak o případ, kdy akvizice dopravce nebyla úspěšná.

5.2.1.3 Alitalia

V roce 2008 došlo k významné akvizici na evropském leteckém trhu. Italský národní dopravce Alitalia, který se již roky potýkal s obrovskými ztrátami, byl převzat společností Italian Air Company, vlastnící již jednu leteckou společnost – Air One. Jako důvod špatné ekonomické situace byly uvedeny především rostoucí cena paliva, vysoké náklady na mzdy nebo časté stávky zaměstnanců. [23]

Na zachování dopravce v provozu měla zájem také italská vláda, která byla do procesu akvizice zapojena. Aby k prodeji došlo, bylo nutné provést legislativní změny a aerolinie rozdělit na dílčí společnosti vzhledem k tomu, že zvolený kupec měl zájem pouze o lukrativní část této firmy. Přestože odborové svazy zaměstnanců se k prodeji kvůli nevyhovujícím novým platovým podmínkám stavěly negativně, vláda se rozhodla v procesu akvizice pokračovat. [21] [20]

O rok později získala částečný podíl také společnost AirFrance-KLM. Způsob, jakým AirFrance-KLM do společnosti Alitalia vstoupila, byl založen na výměnném obchodu. Pro získání minoritního podílu ve společnosti (49,9 %) vyměnila AirFrance-KLM jednu svou akcii za 160 akcií dopravce Alitalia. [20] [22]

Ekonomické výsledky za rok 2010 vykazovaly zlepšení prodeje letenek v porovnání s předchozím rokem a došlo tak k nárůstu podílu na domácím trhu na 53 %.

Během tří měsíců třetího kvartálu roku 2010 dopravce přepravil celkem 7,1 milionu cestujících, což představovalo nárůst o 11 % ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku. Udržel se také rostoucí trend v počtu přepravených cestujících na mezinárodních letech o 13,8 %, na domácím trhu pak šlo o zvýšení o 10,3 %.

Výnosy během tohoto období dosáhly 971 milionů eur, což představovalo 15% nárůst.

Díky takto pozitivním výsledkům za třetí čtvrtletí roku 2010 vykazovala společnost za prvních 9 měsíců tohoto roku čistý zisk v hodnotě 125 milionů eur, což je ve srovnání s předchozím rokem nárůst o 138 milionů eur. Počet cestujících, kteří byli během tohoto období přepraveni, se zvýšil o více než jeden milion (6,2 %). [42]

Bohužel v následujících letech se společnost Alitalia opět potýkala s finančními problémy, které prohloubila pandemická krize. Přes četné snahy italské vlády o její záchranu ukončila společnost k 15. říjnu 2021 svou činnost. [30]

5.2.2 Investiční akvizice

5.2.2.1 Canadian Airlines

Canadian Airlines vznikla v roce 1987 akvizicí několika již operujících společností, konkrétně šlo o Pacific Western, Canadian Pacific, Eastern Provincial Airways a Nordair. Díky pozdější akvizici dopravce Wardair své působení rozšířila i na Spojené Království a Evropu.

Společnost však velmi silně zasáhla krize v leteckém odvětví v roce 1991. Finanční problémy byly dále prohloubeny hospodářským poklesem v Asii, která představovala pro aerolinie významnou část trhu. K výraznému ekonomickému poklesu zmíněného dopravce přispěla

také nově vzniklá konkurence v letecké dopravě v podobě nízkonákladového dopravce WestJet.

Špatná ekonomická situace provázela Canadian Airlines až do jejího převzetí společností Air Canada v roce 2000, v této době měly Canadian asi 40 % podíl na domácím trhu.

K 1.1.2001 došlo oficiálně k ukončení veškerých operací pod značkou Canadian Airlines. [19]

Za rok 2001 vykázal dopravce Canada Air vůbec největší ztrátu ve své historii, konkrétně šlo o 1,25 miliard amerických dolarů. Jako důvod tohoto hospodářského výsledku uvedly aerolinie především ekonomický pokles způsobený teroristickými útoky z 11. září 2001 a po celý rok vysoké ceny paliva.

K největšímu propadu došlo v posledním čtvrtletí roku 2001 a vykázaná ztráta byla 380 milionů dolarů. Management společnosti uvedl, že uvedená ztráta by byla ještě vyšší v případě, že by v důsledku událostí 11. září nedošlo ke snížení počtu zaměstnanců a kapacity letů. Došlo k propuštění 5000 zaměstnanců a snížení počtu linek o pětinu. [43]

Aerolinie Air Canada byly nakonec samy převzaty společností Ace Aviation. Značka Air Canada byla zachována a společnost byla nadále provozována jako dceřiný podnik Ace Aviation.

V letech 2003 a 2004 Air Canada dále vykazovala ztráty. Ty se však meziročně dařilo snižovat.

V posledním čtvrtletí roku 2003 byla ztráta aerolinií Air Canada v hodnotě 768 milionů amerických dolarů. Po akvizici vykázala společnost Ace Aviation za čtvrté čtvrtletí roku 2004 ztrátu již jen 15 milionů USD. Před tím, než akvizice vstoupila v platnost, neuskutečnila Ace Aviation žádné významné finanční operace a nevykazovala cash flow, proto jsou srovnány hospodářské výsledky předchůdce, kterým je Air Canada a nástupce – Ace Aviation po akvizici. [44]

5.3 Fúze leteckých dopravců

5.3.1 Northwest a Delta

Fúze leteckých dopravců Nothwest a Delta byla oznámena v roce 2008. Tímto spojením měla nově vzniklá společnost získat status největších komerčních aerolinií na světě.

V této době měla společnost Delta postavení druhého a společnost Northwest čtvrtého největšího dopravce na americkém trhu. [26]

Jedním z předpokladů pro fúzi těchto dopravců byl fakt, že se obě společnosti navzájem dobře doplní. Delta měla slabší postavení na středozápadním trhu USA, kde byl silnější Northwest, ale naopak lépe si stála na trzích Jižní Ameriky a na transatlantických letech. Oba dopravci byly již v této době členy stejné aliance – SkyTeam. Velkou motivací pro spojení obou podniků byla v té době také nestabilita na trhu s leteckou dopravou. Fúze tak měla oběma dopravcům pomoci se na novou ekonomickou situaci lépe adaptovat. [27] [28]

Bylo rozhodnuto, že spojením obou podniků značka Northwest zanikne a nová společnost bude provozovat své služby pod značkou Delta. K dokončení této fúze došlo v prosinci 2009. [26]

Ekonomické výsledky za rok 2010 vykazují čistý zisk společnosti Delta v hodnotě 593 milionů USD oproti ztrátě za předchozí rok, která činila 1,2 miliardy USD. Tento hospodářský výsledek je primárně odrazem celkově se zlepšujícího stavu leteckého průmyslu v tomto období. Tržby v tomto roce rostly především díky zvýšené poptávce po letecké dopravě a zvýšení tarifů.

Hospodářské výsledky za rok 2009 byly slabší především vinou celosvětové ekonomické krize, která se projevila i v leteckém průmyslu. Stejně tak došlo ke snížení poptávky po letecké přepravě v důsledku šíření viru H1N1. [48]

5.3.2 US Airways a American Airlines

K fúzi dvou největších amerických leteckých dopravců došlo v roce 2013 a vznikla tak v té době největší letecká společnost na světě.

Oba dopravci měli před svým spojením za sebou dlouhou historii.

American Airlines vznikly sloučením mnoha menších leteckých dopravců v roce 1930, tehdy ještě jako American Airways.

Po roce 2010 se American Airlines potýkaly s vážnými finančními problémy, způsobenými mimo jiné teroristickými útoky na Světové obchodní centrum v New Yorku.

Společnost US Airways začínala v roce 1939 provozováním letecké pošty. Cestující na své palubě začala přepravovat až po druhé světové válce, konkrétně v roce 1949.

Stejně jako výše zmíněný dopravce American Airlines i US Airways čelily v novém tisíciletí finančním ztrátám způsobeným teroristickými útoky z roku 2001. Špatná finanční situace tak aerolinie dovedla až k bankrotu v roce 2004. Nakonec však o rok později došlo ke spojení s dopravcem America West Airlines.

Pozdější špatná ekonomická situace obou dopravců nakonec vedla k jejich fúzi, ke které oficiálně došlo v roce 2013. Nová společnost měla pokračovat pod značkou American Airlines.

Následné spojení společností však provázely problémy.

S ohledem na zachování zdravého konkurenčního prostředí se American Airlines musely vzdát několika slotů na letištích v New Yorku a Washingtonu a současně přislíbit zachování stejného objemu provozu na několika dalších letištích.

Výsledky fúze přinesly rekordní zvýšení zisku. American Airlines vykazovaly rok po spojení s US Airways čistý zisk za poslední čtvrtletí roku 2014 ve výši 597 milionů USD. Ve srovnání s rokem předchozím to tak byl nárůst o celých 157 %, v posledním čtvrtletí roku 2013 se aerolinie totiž nacházely ve ztrátě 2 miliard USD (Jsou zde zahrnuty i US Airways za období po dokončení fúze, tedy od 9. 12. – 31. 12. 2013.)

Celkové příjmy za poslední kvartál roku 2014 dosahovaly výše 10,2 miliard amerických dolarů. Ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku tak došlo ke zvýšení o 2,3 %. Celkové provozní náklady v posledním čtvrtletí dosáhly částky 9,3 miliard USD, v meziročním srovnání tak šlo o pokles o 4,1 %.

Při celkovém meziročním srovnání činil čistý zisk společnosti v roce 2014 2,9 miliard USD, oproti ztrátě 1,8 miliard USD za rok předchozí. Provozní náklady dosáhly za 12 měsíců roku 2014 částky 38,4 miliard amerických dolarů. V roce 2013 pak byla částka nižší o 1,5 %. [47]

5.3.3 Air France a KLM

V roce 2004 došlo k velmi významné fúzi v evropském leteckém prostředí. Jednalo se o sloučení nizozemské společnosti KLM a francouzského dopravce Air France.

Nizozemská společnost KLM byla založena v roce 1919, již během prvního roku převážela kromě pošty a nákladu na své palubě také cestující. Brzy po svém založení provozovala mezinárodní lety do různých evropských měst, jako například do Londýna nebo Paříže. [31]

Sloučením několika menších leteckých společností vznikl v roce 1933 francouzský národní dopravce Air France, který se na svém počátku soustředil na přepravu pošty. Později však začal provozovat i pravidelnou leteckou dopravu. [31]

Pro obě společnosti mělo rozhodnutí o fúzi především strategický význam. KLM patřila k prvním společnostem udržujícím strategické aliance s ostatními dopravci. S blížící se finanční krizí, zvyšující se cenou pohonných hmot a liberalizací trhu v letecké dopravě se

KLM dostaly do situace, kdy výhody plynoucí z aliancí již nebyly dostatečné a bylo třeba najít vhodného partnera. [32]

Po fúzi zůstaly KLM a Air France jako samostatné dceřiné společnosti nově vzniklého holdingu proto, aby si mohly zachovat svou národní identitu a současně jim zůstala udělená práva pro přistání/odlety v daných zemích. Podíl jednotlivých akcionářů v nově vzniklém holdingu byl následující: 19 % KLM, 37 % Air France a 44 % stát Francie. [33]

Fúze společností v tomto případě přinesla kladné výsledky. Obrat holdingu Air France-KLM se meziročně zvýšil o 7,3 % na 19,08 miliard eur.

Managementu podniku se díky efektivnímu řízení podařilo udržet stabilní pokles nákladu na sedadlo. (2,8 %).

Uvedený zisk před zdaněním, za rok 2004/2005, se zvýšil o 33,4 %. [45]

Pozitivní trend se dařilo držet i v roce následujícím, což dále dokládalo úspěšnost spojení obou společností. Příjem holdingu se meziročně zvýšil o 10 % na 21,4 miliard eur. Obrat se zvýšil o celých 69 %, což v důsledku činilo 936 milionů eur. [46]

5.3.4 Alaska Air a Virgin America

Jedna z novějších fúzí leteckých dopravců opět pochází z amerického prostředí. K 1. 1. 2017 došlo ke sloučení leteckých dopravců Alaska Airlines a Virgin America, které do té doby fungovaly jako samostatné dceřiné společnosti pod holdingem Alaska Air.

Alaska Air založila aerolinie Alaska Airlines v roce 1944 jakou svou dceřinou společnost, naopak společnost Virgin America získala akvizicí v roce 2016.

Virgin America byla založena v roce 2007 a byla provozována jako nezávislá dceřiná společnost pod britskou Virgin Group, podobně jako známější Virgin Atlantic. Byla zaměřena na nízkonákladové vnitrostátní lety v rámci USA, především pak na oblasti západního pobřeží. Od začátku svého provozu však měla problém dosáhnout ziskovosti. I přes zlepšení situace v letech před akvizicí, k prodeji společnosti nakonec došlo převážně kvůli tlaku ze strany soukromých investorů, kteří svou investici chtěli získat zpět.

Alaska Airlines se také od svého počátku soustředila na oblast severní Ameriky a nízkonákladové lety.

Alaska Air si od akvizice a následného sloučení obou společností slibovala především rozšíření působnosti na jihozápadní pobřeží USA, posílení svého postavení na americkém

trhu a tím také větší konkurenceschopnost. [29] Primárním cílem tedy nebylo zlepšení ekonomických výsledků.

Fúzí společnost Virgin Amerika zanikla a nově vzniklá společnost pokračuje pod značkou Alaska Airlines.

Před fúzí měly obě společnosti dobré ekonomické výsledky. Důvody pro fúzi taky byly především strategické, jak je již zmíněno výše. Očekávalo se, že fúzí společnost dosáhne ještě větší prosperity s očekávanými ročními příjmy ve výši 7 miliard USD. [29]

Tohoto výsledku se podařilo dosáhnout ihned v prvním roce po akvizici, kdy roční obrat dosáhl hodnoty 7,9 miliard USD. V roce 2018 to bylo 8,3 miliard USD a v roce 2019 8,8 USD. [16] [24] [25]

Vzhledem k trvale dobrým výsledkům lze tuto fúzi považovat za velmi úspěšnou.

5.4 Částečný odkup

5.4.1 Pan American World Airways

Přestože Pan Am v mnoha ohledech přispěla k rozvoji letecké dopravy, její osud byl zpečetěn v roce 1991, kdy byla nucena vyhlásit bankrot. Společnost Pan American World Airways byla založena roku 1927 a po dobu své existence patřila k největším leteckým dopravcům své doby. Byla jednou z prvních, která na svých letech začala široce využívat proudová letadla nebo počítačem řízené rezervační systémy. Společnost svou činnost sice ukončila již před 30 lety, ale s ohledem na její dřívější slávu a významný kulturní vliv považuji za důležité ji zde uvést.

S problémy se začala potýkat v sedmdesátých letech minulého století. Vzhledem k ropné krizi na počátku sedmdesátých let se výrazně zvýšily ceny paliva, což pro Pan Am, která operovala převážně na dlouhých letech, představovalo velkou finanční zátěž. Po zpomalení ekonomiky v témže období také výrazně klesla poptávka po letecké dopravě, což finanční ztráty aerolinií ještě více prohloubilo.

Snaha o záchranu dovedla společnost Pan Am až k prodeji centrály na Manhattanu, sítě svých hotelů a nakonec k prodeji své pacifické divize konkurenčnímu dopravci United Airlines.

Po atentátu nad skotským Lockerbie byly aerolinie nakonec v roce 1991 nuceny vyhlásit bankrot. Většinu majetku odkoupila společnost Delta, včetně linek do Evropy a více než 40 letadel nebo terminálu na letišti JFK v New Yorku. [34] [35]

5.5 Zhodnocení

Na příkladu Air Jamaica vidíme, že snaha zachránit bývalého národního dopravce kvůli jeho odkazu a národní hrdosti nemusí dopadnout úspěšně.

Podobným příkladem je také akvizice společnosti Alitalia. I přes veškeré snahy italské vlády se tento dopravce dlouhodobě potýkal s finančními ztrátami. Koronavirová pandemie mu pak zasadila poslední ránu.

U obou těchto příkladů vidíme podobnost se situací ČSA. V nultých letech 21. století se česká vláda také snažila dopravce privatizovat, podobně jako to udělala vláda Jamajky. K privatizaci však nedošlo pro malý zájem o nabízený podnik.

Po částečné a později úplné privatizaci se ČSA podařilo opět dosáhnout ziskovosti. Protože společnost během předchozích krizových let své finanční problémy řešila odprodejem majetku, dnes čelí největší krizi za celé období své historie. Společnost už nemá co prodat a výše jejich příjmů nestačí k pokrytí závazků. Tady se ČSA ocitají v podobné ekonomické situaci jako společnost Alitalia.

Nenabízí také funkční firemní strategii v konkurenci s nízkonákladovými dopravci, kteří jsou na stejných linkách schopni nabízet nižší ceny. Akvizice tohoto dopravce tak v současné době nedává smysl. Smysl nedává ani odkup zpět do vlastnictví státu, který se sám nyní potýká s vysokým zadlužením.

Fúze obecně jsou pak zpravidla vhodnější pro aerolinie ve zdravější finanční situaci a nabízejí tak spíše možnosti pro strategický rozvoj rovnocenných podniků, než záchranu před bankrotem. O sloučení ČSA s jinou společností bych tedy za současné situace neuvažovala. Jak bude uvedeno v následující kapitole, ČSA není v současné době v dobré ekonomické kondici, nenabízí vhodně zvolenou firemní strategii ani zajímavou síť destinací pro možného zájemce o fúzi. Sloučení nemá smysl ani s mateřskou společností Smartwings. Obě společnosti o vzájemném sloučení v tuto chvíli neuvažují a shodně uvádějí, že Smartwings a ČSA těží především ze vzájemné spolupráce. Každá z nich se soustředí na odlišné části trhu. ČSA cílí na koncové cestující v rámci pravidelné letecké přepravy na evropském kontinentu a Smartwings provozuje převážně charterové lety pro B2B segment. Je tedy výhodnější zachovat oddělený provoz obou společností.

Příklad dříve úspěšné a prosperující společnosti Pan Am pak ukazuje, že ne vždy je o akvizici nebo fúzi zájem a společnost může nakonec skončit v likvidaci. Vzhledem k momentálnímu insolvenčnímu řízení, kterému ČSA v této době čelí, zde také můžeme vidět podobnost s Pan Am. Stejně jako Pan Am i České aerolinie většinu svého majetku prodaly již

dříve. U ČSA se zatím o likvidaci neuvažuje, byla jim povolena reorganizace. Jejich budoucnost tak možná závisí na vzájemné spolupráci s mateřskou Smartwings a dalším vývoji situace v leteckém odvětví v nebližších měsících a letech.

6. Stanovení hodnoty ČSA

Tato kapitola se již podrobněji věnuje společnosti České aerolinie, její hodnotě a značce.

Nejdříve je ve zkratce zmíněna její historie, protože právě ona od roku 1923 do současnosti vytvářela její hodnotu a povědomí o značce. Dále je popsán ekonomický vývoj ČSA a skutečnosti, které ovlivnily jejich současný stav. Na základě získaných informací je stanovena hodnota společnosti. V poslední části jsou pak představeny možné varianty jejího dalšího vývoje.

6.1 Historický vývoj ČSA

České státní aerolinie zahájily svůj provoz 6. 10. 1923 a první let se uskutečnil 28. 10. 1923 na letišti Praha Kbely. Ve dvacátých letech se létalo pouze v rámci Československa, a to na linkách do Bratislavy, Košic, Brna a Mariánských Lázní. V této době se ČSA také staly členem mezinárodního sdružení dopravců (v současnosti IATA). Jejich flotilu tvořilo celkem 12 letounů, hlavně typu Aero 14, 50 a 23. [59]

Během třicátých let začaly provozovat také mezinárodní leteckou přepravu a svou síť destinací tak rozšířily o Záhřeb, Bukurešť, Moskvu, Paříž, Brusel, Řím a Budapešť. Koncem tohoto období začaly, po vzoru amerických dopravců, na jejich letech obsluhovat také palubní průvodčí. V roce 1939 však společnost kvůli německé okupaci končí.

Po válce svůj provoz obnovují, nyní již jako Československé aerolinie. Začínají létat na africký kontinent, především do Káhiry. S ohledem na politickou situaci také mění svůj letový park a využívají letouny sovětské výroby. V roce 1950 se jejich flotila skládá z 61 letadel. V roce 1957 zařazují také první proudové letadlo. Konkrétně se jednalo o Tupolev Tu-104A, které létalo na lince Praha–Moskva. [59] V té době šlo o jediný typ proudového letounu na světě, který byl používán na pravidelných linkách.

V roce 1965 ČSA vlastnily největší počet letadel ve své historii, a to celkem 75.

Během sedmdesátých let začínají létat také do Kanady a USA a využívají k tomu modernizované stroje Tupolev Tu-134. V osmdesátých letech připojují také linky do Dubaje nebo Abu Dhabi.

Po rozdělení republiky se v březnu 1995 dopravce přejmenoval na České aerolinie a ve své flotile začíná využívat letouny západní výroby, především dálkové Airbusy A310 a střednětraťové Boeing B737.

Po roce 2000 prochází ČSA řadou změn. V březnu 2001 se ČSA stávají členem aliance SkyTeam. Zahajují prodej letenek přes internet. Aerolinie staví cargo terminál pro přepravu

zboží a nákladu. Nadále mění svou flotilu a navyšují počet letadel typu Airbus A320. V tomto období získávají také řadu ocenění, např. titul Nejlepší letecký dopravce pro střední a východní Evropu.

6.2 Ekonomický vývoj

Přestože po většinu své historie patřily ČSA mezi poměrně úspěšné a prosperující společnosti, po roce 2000 začaly čelit řadě problémů.

Stejně jako ostatní dopravci se aerolinie potýkaly se sníženou poptávkou po letecké dopravě v důsledku teroristických útoků z 11. září 2001. Svou roli hrály také obavy z válečných konfliktů na Blízkém východě nebo zvyšující se cena paliva. To potvrzuje i vyjádření samotných aerolinií ve výroční zprávě za rok 2003.

Nový management, který společnost v roce 2003 převzal, však nebyl schopný na tyto změny adekvátně zareagovat. Vedení společnosti provedlo během let řadu neuvážených nákupů či zvyšovalo platy zaměstnanců včetně přijímání nových zaměstnanců bez odpovídajícího vzdělání. [68]

Mezi lety 2006–2008 se společnost řídila novou strategií, která měla za cíl dostat aerolinie zpět k ziskovosti zkvalitněním nabízených služeb, přijetím úsporných opatření a zjednodušením provozu. Díky těmto krokům tak měla společnost opět dosáhnout finanční stability.

V roce 2007 se ČSA opravdu podařilo dosáhnout ziskovosti. Kromě zlepšení prodeje letenek na něm však měl podíl také prodej dceřiné cateringové společnosti a jednoho letounu z flotily ČSA.

I přes zvolenou strategii byl rok 2008 pro aerolinie ztrátový. Hlavními příčinami byly v této době mimořádně vysoká cena ropy, která dosahovala 150 USD za barel, a také pokles poptávky v důsledku ekonomické krize. Přesto se však s uplatněním vhodné firemní strategie podařilo snížit kumulovanou ztrátu o 300 milionů Kč a zároveň byla přijata nová strategie pro následující léta 2009–2013. [73]

V roce 2009 přistoupila vláda České Republiky, podobně jako u výše uvedené akvizice Air Jamaica, k návrhu na privatizaci tehdejšího národního dopravce. Mělo dojít k prodeji celého státního podílu, který v té době činil 92 %. [50] Záhy od něj však upustila kvůli nedostatku zájemců a nízké nabízené částce od jediného z nich, kterým byla česká společnost Travel Service. Nabízená částka byla 1 miliarda Kč. [59]

V tomto roce společnost převzalo nové vedení, které zahájilo proces restrukturalizace. Jedním z kroků bylo snížení mezd zaměstnanců. Cílem bylo také soustředit společnost čistě na provozování letecké přepravy s tím, že doplňkové služby jako handling či charterové lety budou v režii dceřiných společností. Současně byl aeroliniím poskytnut úvěr od státní společnosti Osinek, a.s. pro jejich další fungování.

V roce 2010 pokračovaly kroky započaté již v roce předchozím. Současně došlo ke schválení návrhu, aby se České aerolinie a její dceřiné společnosti staly součástí Aeroholdingu do nějž patřilo i Letiště Praha. Zisky z letiště a státní úvěr tak měly zlepšit finanční situaci společnosti.

Mezi lety 2011–2013 došlo k prodeji většiny dceřiných společností aerolinií, redukci počtu linek a současně její flotily.

V roce 2013 došlo k prodeji 44% podílu aerolinií společnosti Korean Air. Mělo tak dojít k prohloubení spolupráce obou společností a rozšíření linek i na spojení Praha–Soul. [74] Společnost Korean Air tento podíl získala za 67,5 milionů Kč. Podle odborného odhadu společnosti Ernst&Young byla hodnota ČSA v této době 148 milionů korun, výše uvedená částka tedy odpovídala procentuálnímu podílu z této sumy. [41]

V roce 2014 společnost zasáhla krize v Rusku a na Ukrajině. Pokles poptávky z těchto zemí znamenal pro ČSA značné ztráty, které se snažily kompenzovat pronájmem letadel.

Od roku 2015 se druhým největším akcionářem ČSA stala společnost Travel Service, která měla dlouhodobý zájem do společnosti vstoupit. Získala podíl 34 %.

I přes pokračující krizi ve východní Evropě a Rusku se ČSA podařilo zakončit rok 2015 s kladným výsledkem. Toho bylo dosaženo i díky dříve schválené restrukturalizaci společnosti. Pomohlo rozšíření sítě linek do různých evropských destinací a také sdílení linek se společností Travel Service. [13]

Následující rok přinesl oživení. Zlepšila se situace ve východní Evropě a příznivé ceny paliva měly pozitivní dopad na hospodaření ČSA. Došlo k výraznému zvýšení počtu přepravených cestujících a také ke zvýšení zisku ve srovnání s rokem 2015. [8]

Ekonomické oživení pokračovalo i v následujícím roce. Podařilo se zvýšit počet přepravených cestujících o více než 18 %. ČSA těžily ze spolupráce se společností Travel Service. Pozitivní vliv na jejich společné hospodaření mělo zavedení nových tarifních balíčků, ke kterému došlo o rok dříve. Obrat se meziročně zvýšil o 11 %.

V roce 2018 se stal většinovým vlastníkem Smartwings (dříve Travel Service). Společnost ČSA v tomto roce opět dosáhla kladných hospodářských výsledků. Její provozní model však začíná být obtížně udržitelný. Je zaměřen na point-to-point zákazníky v rámci Evropy.

Rostoucí konkurence ze strany nízkonákladových dopravců však tlačí na nízké ceny, které se ČSA snaží dorovnat. Vzhledem k odlišné firemní strategii a s ní spojenými vyššími provozními náklady došlo k poklesu výnosů z prodaných letenek. Problémem v tomto roce byla také rostoucí cena paliva, ta je u leteckých dopravců největší nákladovou položkou. [60]

V roce 2019 se dopravce opět potýkal s vysokými cenami paliva a také nuceným uzemněním letadel Boeing 737 Max. Ačkoliv letouny z této řady nejsou součástí jeho flotily, běžně je využívá v rámci spolupráce s mateřskou společností Smartwings. Tato skutečnost vedla ke snížení četnosti letů a ke zvýšení nákladů kvůli nutnosti zajistit v krátkém časovém horizontu náhradní letouny. [51] Náklady rostly také se zvyšujícími se cenami od dodavatelů i kvůli rostoucí výši poplatků. Opět se tak snížily výnosy z jednotlivých letenek. V tomto roce došlo k další restrukturalizaci, která měla zajistit snížení provozních nákladů.

Ekonomické výsledky za rok 2020 zveřejněny nebyly.

V Tabulce 1 níže uvádím konkrétní hodnoty obratu a zisku před zdaněním, které blíže dokreslují výše popsané skutečnosti. Zjednodušeně se dá definovat zisk jako obrat po odečtení nákladů a po zdanění. Jak vidíme, velikost obratu není ukazatelem úspěšnosti firmy, ČSA měly i při vysokém obratu nízký zisk nebo dokonce byly vysoce ztrátové. Tím důvodem byly zřejmě vysoké provozní náklady. Zisk je zde uveden před zdaněním, takže výsledné částky zisku jsou ve skutečnosti nižší.

Tabulka 1 Hodnoty obratu a zisku před zdaněním společnosti ČSA v letech 2003–2019

Tis Kč	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat	19 195 831	22 297 943	21 551 057	23 375 950	23 399 853	22 532 908
Zisk před zdaněním	70 923	324 168	-496 057	-396 204	206 600	499 149

Tis Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat	19 789 620	16 547 753	14 017 065	13 665 460	10 194 923	9 532 299
Zisk před zdaněním	-3 688 239	76 159	-241356	849 302	-932 755	-631 325

Tis Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Obrat	8 057 118	7 975 248	9 065 580	8 534 452	8 540 389

Tis Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Zisk před zdaněním	223 427	241 382	267 892	181 761	79 192

Zdroj: výroční zprávy ČSA

6.3 Stanovení hodnoty značky ČSA

K tomu, aby bylo možné zhodnotit, jestli má značka České aerolinie dobrou pověst a tedy hodnotu, je třeba posoudit jednotlivé aspekty, které se do ní promítají.

Pokud se vrátíme ke kapitole 2, zjistíme, že hodnotu značky tvoří povědomí o značce, s ní spojené asociace či pocity, vnímání značky a zkušenosti zákazníků. V případě, že výše uvedené prvky značky jsou vnímány pozitivně, mohou zákazníci tuto značku preferovat před jinou.

Podle společnosti AirHelp [69], která se zabývá vyřizováním reklamací cestujících v letecké dopravě a vydává žebříček nejlepších leteckých společností podle nabízených služeb, se České aerolinie v posledním hodnoceném roce (2019) umístily na 59 místě z celkového počtu 72. Při sestavování žebříčku vychází Airhelp z ankety tisíců cestujících, kterých se ptá na spokojenost s občerstvením, pohodlím či servisem na palubě. Dalším hodnoceným kritériem je četnost zpoždění letů či rychlost a kvalita vyřízení reklamací, včetně doby, než cestující obdrží odškodné.

V tomto žebříčku se tak ČSA z 12 pozice sezony 2015/2016 (o rok později to již bylo 40. místo) každým rokem pravidelně propadaly až na výše uvedené 59. místo v roce 2019.

Podle serveru Skytrax [70], zabývajícím se hodnocením leteckých společností a letišť, jsou ČSA hodnoceny třemi body z pěti. Skóre je sestaveno z 225 recenzí zákazníků. Mezi nejčastější výtky cestujících patří častá zpoždění, služby a servis neodpovídající požadovaným cenám a zastaralé vybavení letadel. Kladně naopak hodnotí občerstvení na palubě (pokud je na jejich letu poskytováno) a přístup palubního personálu.

Na serveru Tipadvisor [71] jsou České aerolinie shodně hodnoceny třemi body z pěti možných na základě recenzí 2473 cestujících. Většina sledovaných ukazatelů je hodnocena průměrně. Pod průměrem, tedy dvěma body z pěti, je hodnocena palubní zábava (inflight entertainment), mírně nadprůměrně naopak čistota letadel.

V konkrétních recenzích si zákazníci opět stěžují především na častá zpoždění dopravce, nevyhovující zákaznický servis, zdlouhavé řešení reklamací, problémy s příručními

zavazadly a s nimi spojené netransparentní poplatky. Stejně jako v předchozím případě kladně oceňují vstřícné palubní průvodčí a stevardy.

Povědomí o značce ČSA mají spíše cestující v oblasti střední Evropy, což je dáno i její sítí destinací. Společnost se zaměřuje především na evropská města.

Z recenzí a zkušeností nevyplývá, že by se se značkou ČSA pojily nějaké výrazné emoce či konkrétní asociace. Mohla bych zmínit jednu věc, která u zákazníků vzbuzuje negativní emoce, a to jsou častá zpoždění letů, kterými je společnost nechvalně proslulá.

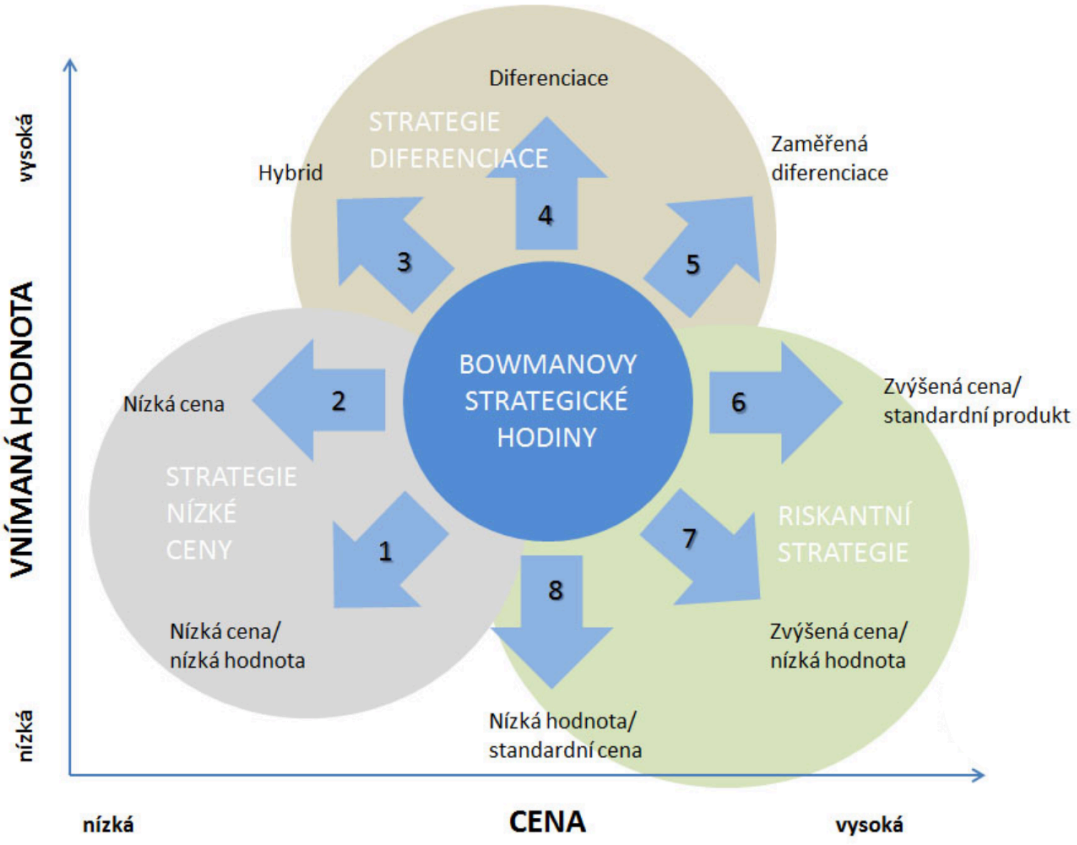
V poslední době pak kvůli pandemii a ní spojeným zákazům a restrikcím musely ČSA rušit mnoho letů. S ohledem na finanční situaci, v jaké se nachází, se společnost nedokázala rychle finančně vyrovnat se svými zákazníky a oblíbenost značky se tak ještě snížila. Mnoho negativních zkušeností cestujících se totiž pojilo právě s nevyhovujícím způsobem řešení reklamací či s celkovým neprofesionálním přístupem a nízkou kvalitou zákaznického servisu.

ČSA také nabízí svým pravidelným zákazníkům možnost využití věrnostního programu OK Plus. V roce 2012 byl celkový počet členů tohoto programu z řad běžných cestujících i korporátní klientely více než 600 000 [72]. Od této doby České aerolinie nezveřejnily aktualizované informace o počtu členů. Údaje o tom, kolik členů program aktivně využívá, rovněž nejsou veřejně dostupné. Mohu se pouze domnívat, že nové informace ČSA nepodávají kvůli klesajícímu počtu členů.

Na vnímání značky veřejností má také významný vliv zvolená firemní strategie. Firma musí zvolit způsob, jak se odlišit od konkurence a určit si cílový trh.

Pokud použijeme Bowmanovy hodiny, viz kapitola 2.6, které se využívají k určování firemní strategie, zjistíme, že je možné volit různé způsoby odlišení od konkurence. Buď se budeme snažit získat konkurenční výhodu našich produktů či služeb skrze cenu nebo tuto výhodu získáme specializací či odlišností od ostatních subjektů na trhu. Celkem se podle Bowmanových hodin rozlišují tři typy firemních strategií, jejichž cílem je uspět se svou značkou na trhu.

Na obrázku (Obr. 10) jsou hodiny uvedeny jako graf. Na vodorovné ose je zobrazena cena a na ose svislé hodnota vnímaná zákazníkem. Rozlišujeme celkem 8 různých pozic na hodinách. Každá z uvedených pozic představuje jiný druh firemní strategie.



Obr.10 Bowmanovy hodiny, zdroj:https://www.braintools.cz/toolbox/strategie/bowmanovy-strategicke-hodiny.htm

Pozice číslo jedna označuje strategii, která je zaměřená na nízkou cenu produktu či služby, jejíž vnímaná hodnota je také nízká. Tato strategie může fungovat, protože cena i vnímaná hodnota si navzájem odpovídají.

Druhá pozice pak označuje strategii zaměřenou na nízkou cenu. Obě strategie jsou založeny na velkém objemu prodeje, protože s ohledem na nízkou cenu je na jednotlivých službách či produktech nízká marže. V letecké oblasti tyto strategie obvykle volí nízkonákladoví dopravci.

Hybridní strategie snaží najít kompromis mezi cenou i hodnotou a nabízí tak zákazníkům své produkty za standardní ceny s odpovídající hodnotou pro zákazníka. Příkladem této strategie mohou být síťoví dopravci. Tato strategie by odpovídala dřívější profilaci ČSA. Dnes však zákazníky vnímaná hodnota, kterou za své peníze obdrží, neodpovídá požadované ceně.

Strategie číslo 4 a 5 jsou zaměřeny na diferenciaci od konkurence. Produkty jsou nabízeny za vyšší ceny, ale jejich vnímaná hodnota je vysoká. Služby či produkty jsou prodávány s vyšší marží, strategie se tak orientuje na kvalitu nikoli na kvantitu. Do této kategorie patří

například firmy prodávající luxusní zboží. U leteckých dopravců tuto kategorii služeb splňují například první třídy.

Poslední tři strategie 6, 7 a 8 jsou riskantní, protože nejsou z dlouhodobého hlediska udržitelné. Jejich využití je možné krátkodobě, například při zvýšení nákladů nebo při absenci konkurenčního prostředí.

Z hlediska vnímání ze strany veřejnosti by současná pozice ČSA na hodinách odpovídala číslu 8, ačkoliv si takovou strategii společnost určitě nezvolila. Pozice 8 odpovídá firemní strategii, která poskytuje služby či produkty za standardní ceny, ale jejich vnímaná hodnota je nízká. Služby poskytované ČSA neodpovídají požadované ceně a vnímaná hodnota služeb se zákazníkům jeví jako nižší.

Vzhledem k tomu, že ČSA se profilují jako tradiční dopravce a konkurence v podobě nízkonákladových dopravců je schopná létat stejné linky za nižší ceny, jsou ČSA nuceny ceny snižovat. Narozdíl od low-cost dopravců však ČSA mají vyšší náklady, což se v důsledku odráží i na kvalitě poskytovaných služeb a jejich cenách, které neodpovídají cenám nízkonákladových dopravců.

Kdyby byly služby ČSA vnímány tímto způsobem krátkodobě, například v důsledku pandemie, nemusel by to být pro společnost zásadní problém. Neodpovídající vnímaná hodnota služeb však tuto společnost provází již delší dobu. Monopol na tyto služby také nemá, protože nejsou nijak výjimečné a stejnou hodnotu obdrží zákazníci za nižší cenu u nízkonákladových dopravců, kteří nabízejí stejné destinace.

V případě, že bude společnost pokračovat ve své činnosti, bude se muset rozhodnout pro jednu ze dvou možností. Jednou možností je zvolit strategii snižování cen a nákladů, a tím se zařadit mezi nízkonákladové dopravce. Druhou cestou je držet ceny na současné úrovni a obhájit je před zákazníkem zvýšením jejich kvality nebo nabídkou některých exkluzivních služeb.

V případě druhé varianty může například rozšířit síť svých destinací či zvolit osobitý styl komunikace na sociálních sítích, což by mohlo vytvořit vztah ke značce a její pozitivní vnímání u zákazníků.

ČSA si musí uvědomit, na jaký segment trhu se chce a může zaměřit. V současné době totiž ještě nepatří mezi nízkonákladové dopravce, ale zároveň poskytuje služby, které již neodpovídají standardu tradičních dopravců.

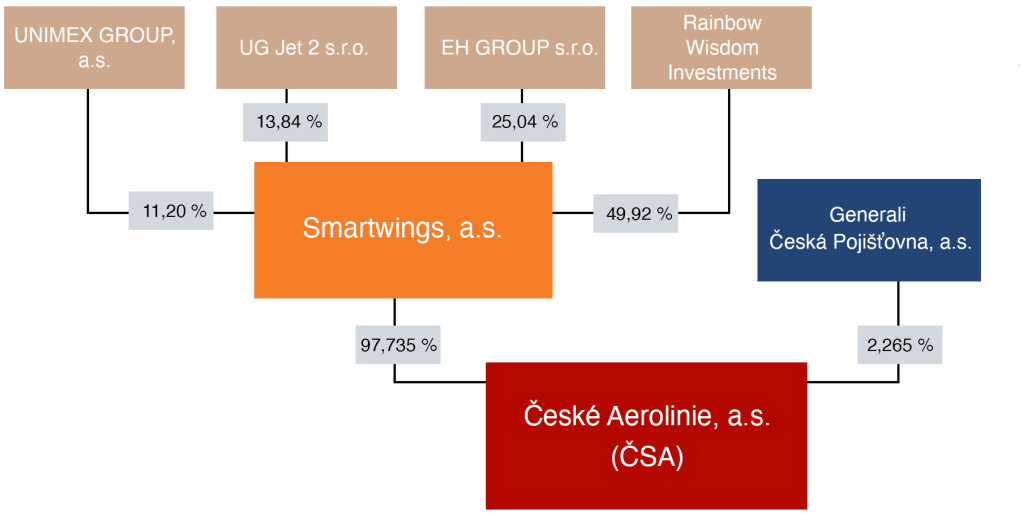
O volbě strategie má však smysl uvažovat pouze v případě, že společnost bude dále pokračovat ve své činnosti. A firemní strategii nemůže volit bez spolupráce se svou mateřskou společností Smartwings.

Pokud bychom měli stanovit hodnotu značky společnosti ČSA, musíme konstatovat, že je nízká. Mezi zákazníky je vnímána jako letecká společnost průměrná až podprůměrná. Značka nemá mezinárodní dosah.

6.4 Stanovení hodnoty společnosti ČSA

Proto, aby bylo možné stanovit hodnotu společnosti, je potřeba znát její právní formu, České aerolinie jsou akciovou společností, která patří do holdingu Smartwings, a.s..

Majoritním vlastníkem ČSA je česko-čínská společnost Smartwings, a.s.. Její podíl v ČSA činí 97,735 %, zbylých 2,365 % vlastní Generali Česká Pojišťovna, a.s.. Schéma vlastnické struktury je zobrazeno na obrázku níže (Obr.11).



Obr.11 Schéma vlastnické struktury ČSA, zdroj: https://isir.justice.cz/isir/doc/dokument.PDF?id=46225037

V kapitole 2.2 jsme uvedla, že ocenění podniku je složitý úkol, jehož úspěšnost závisí na podstatné podmínce, a tou je důkladný sběr vstupních dat. Výsledek je tak závislý na přesnosti a dostupnosti vstupních dat, na zkušenosti oceňovatele a znalosti chodů a vztahů uvnitř podniku. Pro stanovení hodnoty ČSA bylo získání dat obtížné, s ohledem na momentální situaci. Od roku 2020 nejsou veřejné dostupné aktuální výsledky hospodaření. Z tohoto důvodu byla volba metody pro zhodnocení společnosti ČSA značně omezená.

V kapitole číslo 4 jsem uvedla tři základní typy metod pro stanovení hodnoty podniku. **Metodu diskontovaných výnosů** jsem vyloučila z toho důvodu, že hodnotu podniku

odvozuje od jeho předpokládaných budoucích výnosů v několika příštích letech. Tyto budoucí výnosy vychází z výsledků hospodaření podniku v letech předchozích.

U ČSA je tato metoda obtížně použitelná, protože tato společnost již nemůže fungovat v podobě, v jaké fungovala v předchozích letech. Pro pokračování ČSA jsou v současné době pouze dvě cesty, první z nich je likvidace a tudíž konec provozu společnosti a druhou, v tuto chvílí soudem povolenou, je reorganizace. Reorganizace však umožňuje pokračování podniku pouze za předpokladů významných změn jeho provozu a firemní strategie. Nelze tedy využít hospodářské výsledky předchozích let pro předpověď jeho budoucího fungování.

Multiplikátorové metody je obtížné aplikovat na prostředí leteckých přeprav v České republice. Tyto metody vyžadují rozvinutý trh s podniky, které mezi sebou můžeme navzájem srovnávat. Hodnota podniku se zde odvozuje od jiných, již oceněných podniků podobného charakteru, velikosti a působících ve stejném odvětví jako oceňovaný podnik.

Z tohoto důvodu je třeba nalézt obdobné dopravce v širším kontextu Evropy a společnost srovnat s nimi.

Podmínkou multiplikátorové metody je, že srovnávané podniky musí mít stejnou právní formu. V případě Českých aerolinií bylo tedy nutné zvolit akciové společnosti. Konkrétní metoda, kterou jsem v tomto případě zvolila, je **metoda srovnatelných podniků**. Tato metoda se používá v případě, že akcie oceňovaného podniku nejsou obchodovány na burze, což je případ Českých aerolinií. Pro srovnání je pak třeba volit takové společnosti, jejichž akcie na burze obchodovány jsou a známe tak jejich cenu.

Musela jsem tedy pro srovnání zvolit takové aerolinie, které jsou svou právní formou akciovými společnostmi a současně jsou jejich akcie obchodovány na burze. Mým dalším kritériem bylo, aby sídlily v Evropě a současně byla Evropa i jejich hlavním trhem, stejně jako je to u ČSA. Z výběru jsem vyřadila společnosti, které jsou ve srovnání s ČSA výrazně větší, jako například Lufthansa nebo KLM. Vyřadila jsem také nízkonákladové dopravce, kteří mají odlišnou obchodní strategii. Dalším kritériem byl obdobný počet zaměstnanců a počet letadel.

Nakonec jsem vybrala dvě společnosti, které splnily výše uvedené podmínky a zároveň bylo možné u nich zjistit hodnoty jednotlivých multiplikátorů, které budu k výpočtům potřebovat.

První zvolenou společností je řecký dopravce Aegean Airlines. Aegean Airlines nabízí širokou síť destinací nejen v rámci Řecka, ale létá také do mnoha evropských měst a na Střední východ. Je primárně zaměřen na evropské destinace. Jde o tradiční řeckou leteckou společnost, která byla zprivatizována v 90. letech. Počet jeho zaměstnanců byl v roce 2019 cca 3000 a jeho flotila se v tyto době skládala z 62 letadel. [77]

Druhou společností IceladAir z Islandu, která se také soustředí převážně na evropské destinace a na některá města v USA. Stejně jako v případě ČSA se jedná o bývalého národního dopravce s dlouhou historií. V roce 2019 tento dopravce zaměstnával přes 4,500 zaměstnanců a jeho flotilu tvořilo 51 letadel. [78]

Protože má ČSA nižší počty zaměstnanců i menší flotilu, je níže použit diskont. Současně mají však aerolinie k dispozici flotilu své mateřské společnosti Smartwings a sdílí s ní také zaměstnance, rozdíl mezi srovnávanými společnostmi již není tak výrazný.

Kromě vhodných aerolinií jsem také musela vybrat konkrétní násobitele (multiplikátory), pomocí kterých jsem cenu následně stanovila.

Pro svou práci jsem zvolila celkem tři nejčastěji používané násobitele:

- EV/Revenue (tržní hodnota podniku / tržby)
- EV/EBITDA (tržní hodnota podniku / provozní výsledek hospodaření)
- P/B (tržní hodnota podniku / účetní hodnota podniku)

EV/Revenue je velmi často používaným multiplikátorem ke stanovení hodnoty podniku. Udává poměr tržní ceny podniku k jeho tržbám. Ačkoliv se používá často, je problematický z toho důvodu, že neuvažuje provozní náklady. Tržby podniku se mohou výrazně meziročně měnit, např. s ohledem na nejrůznější událostí v sektoru, ve kterém působí. Kdybychom cenu společnosti odvodili pouze od tohoto násobitele nejspíš by byla velmi proměnlivá. Zároveň nám tržby neposkytují informaci o tom, jak podnik hospodaří.

Spolehlivějším je pak druhý násobitel, kterým je EV/EBITDA. Tento multiplikátor udává poměr tržní hodnoty podniku k jeho provoznímu zisku před zdaněním a odpisy, česky–KPVH (provozní výsledek hospodaření). Z něj je již patrné jak podnik se svými tržbami hospodaří, víme tedy, jestli vykazuje ztrátu či zisk.

Poslední multiplikátor, který jsem zvolila je P/B. Tento multiplikátor udává tržní hodnotu podniku ve vztahu k jeho účetní hodně. Účetní hodnota pracuje s majetkem podniku. Hodnotu majetku jsme schopni vypočítat na základě jednoduchého vzorce z údajů, které o podniku známe. Tento ukazatel je také poměrně spolehlivý, ačkoliv neuvažuje potenciál podniku, nedochází u nějak takovému zkreslení jako u EV/Revenue.

Jednotlivé násobitele se obvykle nepřekládají a používá se tak jejich anglický název. To je dáno i tím, jak již bylo několikrát uvedeno, že tato metoda není v našich podmínkách příliš využívána. Počet zvolených násobitelů i jejich konkrétní volba které srovnáváme, pak opět závisí na samotném oceňovali, jeho subjektivním názoru a zkušenostech. To samé platí i o volbě srovnávaných podniků.

Hodnoty jednotlivých násobitelů jsem čerpala z webu marketscreener.com.

Hodnotu podniku touto metodou budu určovat pro roky 2018 a 2019, jsou to poslední roky, pro něž jsou k dispozici potřebná data.

V tabulkách (Tabulka 2 a Tabulka 3) uvedených níže jsou uvedeny hodnoty násobitelů pro oba roky a oba vybrané dopravce. Hodnoty obou podniků jsou následně zprůměrovány. Výsledkem tak jsou dvě hodnoty za oba roky pro každý z násobitelů.

Tabulka 2 Vybrané násobitele společností IcelandAir a Aegean Airlines za rok 2018

2018	EV/Revenue	EV/EBITDA	P/B
IcelandAir	0,34	7,15	0,84
Aegean Airlines	0,24	1,18	1,9
Průměr	**0,29**	**4,17**	**1,37**

Zdroj: marketscreener.com, vlastní výpočet

Tabulka 3 Vybrané násobitele společností IcelandAir a Aegean Airlines za rok 2019

2019	EV/Revenue	EV/EBITDA	P/B
IcelandAir	0,38	5,37	0,7
Aegan Airlines	0,48	2,35	1,83
Průměr	**0,43**	**3,86**	**1,27**

Zdroj: marketscreener.com, vlastní výpočet

Hodnoty násobitelů jednotlivých společností se mohou lišit, neodráží stav celého odvětví působnosti, ale pouze konkrétních podniků. Například vysoká hodnota násobitele EV/EBITDA ve srovnání s ostatními podniky ve stejném sektoru může značit, že má vyšší tržní hodnotu. Pokud je naopak nízký, znamená to vyšší zadlužení společnosti. [76]

Aby bylo možno provést samotný výpočet hodnoty touto metodou, je třeba určit všechny tři násobitele konkrétně pro ČSA. K tomu je zapotřebí znát výši tržeb v obou zmíněných letech, provozní výsledek před zdaněním a odpisy a účetní hodnotu. Všechny tyto hodnoty jsou

uvedeny ve výročních zprávách ČSA. Výpočet účetní hodnoty je proveden podle následujícího vzorce:

Účetní hodnota (Book Value) = Celková aktiva − nehmotná aktiva − dlouhodobé závazky

V níže uvedené tabulce (Tabulka 4) jsou uvedeny všechny zmíněné hodnoty.

Tabulka 4 Účetní hodnota, tržby a KPVH společnosti ČSA za rok 2018 a 2019

Tis Kč	Účetní hodnota	Tržby	KPVH
2018	3 823 776	8 534 452	255 033
2019	3 962 764	8 540 389	93 386

Zdroj: výroční zprávy ČSA, vlastní výpočet

*KPVH – provozní výsledek před zdaněním a odpisy

Vzhledem k tomu, že se akcie ČSA neobchodují na burze, je vhodné na konečnou cenu použít diskont. Podle mnoha studií by jeho hodnota měla být mezi 30–50% [10]. Protože jsou ČSA ve srovnání s oběma zvolenými dopravci menší, uplatnila jsem při výpočtu horní hranici diskontu, tedy 50 %.

Způsob, kterým hodnotu podniku stanovíme záleží na oceňovali. Zvolila jsem tedy variantu, která mi pro každý z uvedených let dá jeden konkrétní výsledek. Druhou variantou by bylo srovnání tří různých hodnot pro každý z násobitelů a zvlášť pro oba roky.

První variantu považuji za vhodnější, protože nám dá pouze dva výsledky namísto šesti. Bude tak jednoduší mezi sebou hodnoty porovnat. Vypovídající hodnota každého z násobitelů je tak zohledněna přiřazením vah.

Jednotlivým násobitelům jsem určila váhu podle toho, jak jejich výsledek odpovídá skutečnosti. Jak jsem již uvedla, účetní hodnota podniku a provozní výsledek před odpisy a daněmi nejsou tolik zkreslené veličiny, proto jsem oběma násobitelům přiřadila stejnou váhu 0,4. Výše tržeb má výpovědní hodnotu menší, nevíme totiž, jaká je výše nákladů a jestli je tedy podnik ziskový. I podnik s vysokými tržbami může být při nevhodném hospodaření a při vysokých nákladech ztrátový. Násobiteli EV/Revenue jsem tedy přiřadila váhu 0,2.

V Tabulce 5 a Tabulce 6 jsou uvedeny jednotlivé násobitele a výsledná tržní hodnota Českých aerolinií v pro roky 2018 a 2019.

Tabulka 5 Vybrané násobitele a tržní hodnota společnosti ČSA za rok 2018

2018/tis Kč	Vztahová veličina	Násobitel	EV	EV po diskontu	Váha	
EV/Revenue	8 534 452	0,29	2 474 991	1 237 496	20 %	123 750
EV/EBITDA	255 033	4,17	1 063 487	531 744	40 %	239 285
P/B	3 823 776	1,37	5 238 573	2 619 287	40 %	1 178 679
Výsledná cena						**1 541 714**

Zdroj: vlastní výpočet

Tabulka 6 Vybrané násobitele a tržní hodnota společnosti ČSA za rok 2019

2019/tis Kč	Vztahová veličina	Násobitel	EV	EV po diskontu	Váha	
EV/Revenue	8 540 389	0,43	3 672 367	1 836 184	20 %	367 236
EV/EBITDA	93 386	3,86	360 470	180 235	40 %	72 094
P/B	3 962 764	1,27	5 032 710	2 516 355	40 %	1 006 542
Výsledná cena						**1 445 872**

Zdroj: vlastní výpočet

Podle výše uvedených výpočtů by tržní hodnota společnosti ČSA v roce 2018 stanovená multiplikátorovou metodou byla **1 541 714 000,- Kč**, v roce 2019 pak **1 445 872 000,- Kč**.

Hodnota v roce 2019 je nižší v porovnání s předchozím rokem 2018. Došlo k meziročnímu poklesu tržeb, stejně tak se snížil i ukazatel KPVH (provozní výsledek před zdaněním a odpisy). Obě tyto veličiny výpočet tržní hodnoty přímo ovlivňují. Změnily se také výsledky násobitelů, které jsme získali od zvolených dopravců. To dokazuje, že s problémy se potýkaly i ostatní společnosti v tomto odvětví. Pokud se vrátíme ke kapitole zabývající se ekonomickým vývojem společnosti, zjistíme, že v roce 2019 došlo např. ke zvýšení cen

paliva a uzemnění Boeingů 737 MAX. Tržní hodnota společnosti, kterou jsme použitím této metody získali, tak reaguje na výsledek hospodaření podniku a odráží i problémy srovnávaných společností i celého odvětví ve zvoleném roce.

Druhý výpočet využívá pro stanovení hodnoty společnosti ČSA jednu z **majetkových metod** a tou je **metoda substanční hodnoty**. Tato metoda v zásadě odvozuje hodnotu podniku od celkové hodnoty aktiv. Vychází ze základního předpokladu, že podnik bude dále pokračovat ve své činnosti. Substanční hodnota podniku je cenou, za kterou bychom znovu pořídili daná aktiva. Pokud oceníme u podniku pouze aktiva, jedná se o brutto substanční hodnotu, pokud odečteme reálně oceněné závazky, jedná se o netto substanční metodu.

Pro účely mého zpracování jsem zvolila roky 2016, 2017, 2018 a 2019, což jsou poslední roky, kdy ČSA zveřejnily výsledky svého hospodaření. Své výpočty následně porovnám s novým znaleckým posudkem ze září 2021, který stanoví majetkovou podstatu ČSA.

Současně stanovím i jednoho z ukazatelů, který představuje, v jakém ekonomickém zdraví se podnik v určitém čase nachází. Tímto ukazatelem je **ukazatel zadluženosti**.

Zadluženost je pojem, který ukazuje, jaký objem cizích finančních prostředků podnik používá ke své činnosti (Ručková 2019). Pokud je objem cizích zdrojů financování příliš vysoký, podnik ztrácí schopnost vyrovnat své závazky a zvyšuje se obava věřitele z nezaplacení dluhů. Doporučená hodnota celkové zadluženosti podniku je 30–60 %. Tento ukazatel odráží stav, v jakém stavu se ČSA v uvedených letech nacházely a proč jsou v současné době v platební neschopnosti, která je přivedla téměř k likvidaci. Na příkladu let 2016, 2017, 2018 a 2019 zjistíme jakým způsobem se vyvíjelo zadlužení ČSA, které je dostalo do současné situace.

Celková zadluženost podniku se pak počítá podle vzorce:

$$\text{Celková zadluženost} = \text{cizí kapitál} / \text{celková aktiva}$$

Substanční hodnota netto a brutto se počítají podle vzorce:

$$\text{Substanční hodnota brutto} = \text{aktiva celkem}$$

$$\text{Substanční hodnota netto} = \text{aktiva celkem} - \text{cizí zdroje}$$

V tabulce níže (Tabulka 7) uvádím hodnoty aktiv a cizích zdrojů, tak jak je ČSA zveřejnily ve svých výročních zprávách za jednotlivé roky.

Tabulka 7 Celková aktiva a cizí zdroje společnosti ČSA v letech 2016–2019

tis Kč	2016	2017	2018	2019
Aktiva Celkem	**3 341 904**	**4 168 245**	**3 956 622**	**4 150 701**
Stálá aktiva	1 003 638	1 301 250	1 379 671	1 581 481
Oběžná aktiva	2 147 218	2 730 436	2 458 042	2 441 848
Časové rozlišení aktiv	191 048	136 559	118 909	127 372
Cizí zdroje	**2 516 495**	**3 029 568**	**2 622 418**	**2 741 539**
Rezervy	1 108 542	1 363 516	1 047 271	946 894
Dlouhodobé závazky	21 870	27 103	32 448	32 057
Krátkodobé závazky	1 386 083	1 638 949	1 542 699	1 762 588

Zdroj: Výroční zprávy ČSA

* Časové rozlišení aktiv – jedná se o výdaje v běžném období, které jsou nákladem v období následujícím např. nájemné nebo pojistné. [9]

Výsledek výpočtů celkové zadluženosti a substanční hodnoty uvádím níže v Tabulce 8.

Tabulka 8 Substanční hodnota a celková zadluženost společnosti ČSA v letech 2016–2019

tis Kč	2016	2017	2018	2019
Celková zadluženost	75,3 %	72,68 %	66,28 %	66,05 %
Substanční hodnota	825 409	1 138 677	1 334 204	1 409 162

Zdroj: vlastní výpočet

V Tabulce 8 nejsou uvedeny předchozí roky, kdy se ČSA potýkaly s vysokou ztrátou. Například roky 2013 a 2014 byly pro ČSA ztrátové. V obou letech byla vykázaná ztráta vyšší než půl miliardy Kč, jak jsem již uvedla už v kapitole 6.2 o ekonomickém vývoji. Po roce 2015 došlo k oživení ekonomiky, příznivé byly také ceny paliva. V tomto roce do ČSA vstupuje také její nynější mateřská společnost Smartwings (v té době ještě jako Travel Service). Zvýšil se počet přepravených cestujících (např v roce 2016 to bylo o 18 %), což vedlo ke zvýšení tržeb a následně zisku. Celkový obrat v tomto roce se zvýšil o 11 %.

Substanční hodnota, udávající hodnotu aktiv, se během námi sledovaného období zvyšovala a sledovat můžeme i pokles celkové zadluženosti. Oba tyto ukazatele však reagují opožděně. Vyšší zadluženost a nízká substanční hodnota v roce 2016, v porovnání s roky následujícími, je důsledkem nepříznivých výsledků v předchozích letech. Situace se zlepšila v roce 2015 a toto zlepšení pokračovalo až roku 2017, a proto můžeme v tabulce sledovat pozitivní vývoj.

Po roce 2017 toto období končí. ČSA začínají mít opět problémy. Zvýšené ceny paliva či tlak konkurence se začíná projevovat i na výsledcích hospodaření. Dochází ke snížení oběžných aktiv, rezerv a zvýšení krátkodobých závazků. Výsledky posledních dvou let, které jsou tedy nejblíže současnosti, tak ukazují, že společnost začala mít problémy ještě před začátkem pandemie.

Substanční hodnota narozdíl od tržní hodnoty neodráží aktuální výsledky hospodaření, ale reaguje spíše opožděně. V Tabulce 1 (kapitola 6.2) sledujeme v letech 2018 i 2019 pokles zisku. Pokud bychom měli k dispozici výsledky roku 2020, s velkou pravděpodobností bychom již mohli vidět pokles substanční hodnoty a současně nárůst celkové zadluženosti podniku. Ačkoliv oba předpandemické roky již ukazují lehce sestupný trend v ziskovosti společnosti, pandemie, která zasáhla téměř celý rok 2020 a přetrvává i nyní na konci roku 2021, významně přispěla k současné situaci ČSA. Můžeme se domnívat, že by aerolinie měly problémy i bez zásahu pandemie. Jak jsem již také uvedla, ČSA si stěžovaly na konkurenční tlak ze strany nízkonákladových dopravců a jejich provozní model tak přestával být udržitelný. Pandemie však vše urychlila a dovedla tak ČSA do stavu, kdy aerolinie podaly samy na sebe insolvenční návrh. Přestože tedy nemáme k dispozici výsledky hospodaření v roce 2020, již samotný fakt, že se společnost nachází v insolvencím řízení dokládá, že muselo dojít k výraznému snížení její substanční hodnoty a současně velmi výraznému zvýšení celkové zadluženosti.

Jedním z příkladů, který ukazuje pokles aktiv a tedy substanční hodnoty je i postupná redukce flotily. V roce 2019 měly ČSA ve své flotile celkem 13 letadel [51] (v roce 2018 jich bylo 18 [60]), v roce 2021 její flotila už tvořena jen dvěma letadly. [79]

Došlo také ke snížení počtu zaměstnanců, v roce 2018 byl jejich počet 750, o rok později měli již je 587 zaměstnanců. V insolvenčním návrhu z února 2021 aerolinie uvádějí, že zaměstnávají 519 osob [67]. V rámci úspor tak během posledních let aerolinie zredukovaly počty zaměstnanců téměř o třetinu.

V insolvenčním návrhu také uvádějí výši obratu za rok 2020 ve výši 3,3 miliardy Kč, ve srovnání s rokem 2018, kdy výše obratu byla 8,5 miliardy Kč [67], tak tržby klesly téměř o dvě třetiny.

Pokud srovnáme výsledky substanční a tržní hodnoty, vidíme, že tržní hodnota je vyšší. Je to dáno tím, že narozdíl od substanční hodnoty podniku neodvozuje jeho cenu pouze z majetku podniku, ale oceňuje také jeho potenciál a situaci na trhu. Je tedy vyšší než substanční hodnota, narozdíl od ní má však klesající tendenci, jejíž důvod byl již uveden výše.

Výroční zpráva za rok 2020 není k dispozici, z toho důvodu jsem nemohla provést výpočet hodnoty v tomto roce. Seznam majetku není dočasně zveřejněn s ohledem na stále probíhající insolvenční řízení. Stejně tak nejsou dostupné ani žádné jiné výsledky hospodaření z poslední doby. Výpočty jsou tak uvedeny pouze pro roky, kdy byla data dostupná.

Na začátku září, konkrétně 3. 9. 2021, byl zveřejněn znalecký posudek, jímž je oceněna majetková podstata ČSA. Podle něj je majetková podstata společnosti ČSA **172 093 000, Kč, z toho 147 981 000,- Kč tvoří náklady na likvidaci.** [36]

Majetková podstata je seznam majetku dlužníka, který je v úpadku a v případě likvidace je tento majetek prodán insolvenčním správcem pro uspokojení potřeb věřitelů. Takže můžeme říci, že uvedená částka je **likvidační hodnotou** podniku k uvedenému datu 3. 9. 2021. Po odečtení nákladů na likvidaci tak k uspokojení závazků vůči věřitelům zbývá **24 112 000,-Kč.** Samy aerolinie ve svém insolvenčním návrhu přiznávají, že nejsou likvidní a výše jejich majetku i jejich pohledávek nedosahuje výše jejich dluhů.

Známá je také výše dluhů společnosti, která činí ke dni podání insolvenčního návrhu (25. 2. 2021) **809 419 075, 89 Kč**. Současně má dluh vůči statisícům jednotlivých věřitelů z řad cestujících, jehož výše dosahuje cca **1 miliardy Kč.** [67]

Můžeme tedy říci, že má, dle znaleckého posudku, **likvidační hodnotu** ke dni 3. 9. 2020 172 093 000,- Kč a výši dluhů v částce 1 809 419 076,- Kč, který není schopna splatit.

Situace tohoto dopravce se však neustále vyvíjí. V současné době je soudem uznán návrh na reorganizaci. Tento návrh byl posouzen a přijat pověřeným výborem věřitelů dne 7. 6. 2021. [57]

Podle znaleckého posudku můžeme tedy usoudit, že hodnota aerolinií významně poklesla v letech 2020 a 2021 a jednou z hlavních příčin je pandemie. Výše uvedené tabulky ukazují, že ČSA se však potýkaly s vážným zadlužením a špatnými hospodářskými výsledky již několik let dříve. Pandemie se však na jejich hospodaření podepsala nejvíce a je tedy jednou z hlavních příčin současné velmi nízké hodnoty aerolinií i situace, ve které se nacházejí.

6.5 Varianty dalšího vývoje

Jak je již uvedeno výše, fúze pro dopravce představuje příležitost ke strategickému rozšíření svých operací, jak to vidíme na případu dopravců Northwest a Delta, nebo jako způsob odvrácení hrozícího zhoršení ekonomické situace. Příkladem je společnost KLM při svém spojení s AirFrance. V případě US Airways a American Airlines se společnosti již nacházely v horší ekonomické situaci, bylo to však během klidnějšího období a na americkém trhu, kde je poptávka po letecké dopravě stabilně vyšší.

ČSA se již nachází v hluboké krizi a nepředstavují tak ze strategického hlediska perspektivního a rovnocenného obchodního partnera.

Ze stejného důvodu by mohla být riskantní i případná akvizice společnosti. Vzhledem k tomu, že ČSA v současnosti nemají žádný majetek, exkluzivní linky ani dobrou pověst, nedává koupě tohoto dopravce jinou společností v tuto chvíli smysl.

Záchrana aerolinií ze strany Českého státu by byla také velmi neuvážená. Většina států své dopravce již privatizovala a sama vláda ČR dlouho neúspěšně hledala pro ČSA vhodného kupce. V současné situaci, kdy je třeba hledat příjmy do českého rozpočtu, není tak pro investici do prodělečného dopravce s nejistou budoucností žádný důvod.

Jako jediná možnost zachování ČSA jako leteckého dopravce se tak momentálně jeví jejich spolupráce se Smartwings.

Svůj podíl na přijetí restrukturalizačního návrhu má sama mateřská společnost Smartwings, a.s.. Ve vlastní žádosti o přijetí návrhu na reorganizaci ČSA, Smartwings uvádí různé činnosti a způsoby, kterými provoz ČSA podporuje.

Smarwtings ČSA poskytuje vlastní flotilu. Dále zajišťuje pro ČSA činnosti jako plánování letů, podporu letového dispečinku, monitoring procesu odbavení cestujících a letadel nebo koordinaci letištních slotů. Sdílí se společností také budovy nebo zaměstnance. Poskytuje mu účetní systém či pro ni objednává náhradní díly. [54]

Sama společnost Smarwtings má však zájem na zachování ČSA a to zejména proto, že patří mezi jejich věřitele. Je vlastníkem s největším, téměř výhradním podílem v ČSA. Při

ukončení činnosti ČSA by tak Smartwings o svou původní investici a neuhrazené pohledávky přišla.

Jak sama mateřská společnost Smartwings ve svém návrhu uvádí, zachování provozu ČSA je pro ni přínosné i proto, že se obě společnosti zaměřují na rozdílné segmenty trhu a nejsou tak vůči sobě konkurencí. Přínosem je i přítomnost ČSA v letecké alianci SkyTeam a organizaci IATA, které umožňují i distribuci letenek pro Smartwings. [54]

Současně jsou ČSA jediné z tohoto koncernu s vybudovanou pokročilou infrastrukturou pro přepravu carga a poskytuje všem členům koncernu službu zúčtování letenek. [54]

Zachování provozu ČSA je tak především v zájmu vlastníka, kterým je Smartwings. Stejný zájem mají i veřitelé z řad cestujících a dodavatelů, jejichž pohledávky by v případě ukončení provozu nemohly být uspokojeny. Zájem na zachování provozu mají i vlastní zaměstnanci, kteří by v důsledku konce ČSA přišli o práci a hledání adekvátní náhrady by pro ně bylo v českém prostředí obtížné.

6.6 Zhodnocení

Před samotným výpočtem hodnoty ČSA jsem krátce popsala historický a ekonomický vývoj společnosti, abych ukázala, které skutečnosti ovlivňovaly a ovlivňují současný stav ČSA a tím i její hodnotu.

Hodnotu ČSA jsem stanovila dvěma různými způsoby. Prvním z nich byla metoda srovnatelných podniků, která se řadí mezi tržní (multiplikátorové) metody. ČSA jsem srovnávala s dopravci Aegean Airlines a IslandAir, které splnily mnou stanovená kritéria a současně k nim byly dostupné hodnoty jednotlivých multiplikárů, bez nichž by stanovit hodnotu podniku touto metodou nebylo možné. Použitím této metody je hodnota ČSA v roce 2018 1,54 mil Kč a v roce 2019 přibližně 1,46 mil Kč. Meziročně tak tato metoda dokládá pokles tržní hodnoty Českých aerolinií.

Jako druhou metodu jsem zvolila metodu substanční hodnoty, která se řadí mezi majetkové metody a hodnotu společnosti tak určuje z jeho celkových aktiv, od kterých odečítá cizí zdroje. Touto metodou bychom v roce 2018 získali hodnotu ČSA 1,33 miliardy Kč a 1,40 miliardy Kč pro rok 2019. Je nižší než hodnota tržní, protože hodnotu společnosti určuje pouze z majetku podniku a nikoliv z jejího postavení na trhu či budoucího potenciálu.

V současné době by však hodnota společnosti byla velmi nízká. Data pro výpočet uvedených hodnot pro rok 2020 nejsou dostupná. Podle znaleckého posudku by po odečtení nákladů na likvidaci zůstalo pouze 24 milionů Kč k uspokojení závazků, které ale dosahují téměř 2 miliard Kč.

K nízké hodnotě společnosti přispívá i fakt, že aeroliniemi provozovaný model již není perspektivní, což přiznávají samy ve své poslední výroční zprávě.

Krize letecké dopravy trvá a její budoucí vývoj je nejistý. Přetrvávající restrikce brání návratu letecké dopravy do původního stavu.

Ekonomický pokles, který sledujeme již dnes, v příštích letech nejspíše způsobí snížení poptávky po letecké dopravě a cestování obecně. Nutnost přizpůsobit se restrikcím přesunula nejrůznější schůzky a konference do online prostředí, což kromě omezení kontaktů přineslo také úspory za pracovní cesty zaměstnanců. Domnívám se, že tento trend přetrvá i nadále.

Větší důraz na ekologii a snižování uhlíkových emisí zřejmě povede k omezení letecké dopravy. Tento fakt by mohl mít na ČSA také negativní dopad, protože většina z jejich destinací je dostupná pozemní dopravou.

ČSA dnes spolupracují s mateřskou společností Smartwings. Jejich spolupráce spočívá v možnosti navzájem využívat flotilu, code-sharing a rozšířit tak okruh svých zákazníků. Sníženou poptávku ze strany svých zákazníků ČSA dříve vyrovnávaly pronájmem letadel ostatním leteckým dopravcům, ale většina majetku byla rozprodána během dřívějších krizových let. Oproti počátku nového tisíciletí zaměstnávají méně zaměstnanců, snížil se počet cestujících na jejich palubě a těžko se vyrovnávají s jakoukoliv krizí leteckého odvětví. Krátkodobě se jim podařilo dosáhnout ziskovosti po začátku spolupráce se Smartwings a v období příznivého vývoje v leteckém odvětví. Tlak ze strany nízkonákladových dopravců však nutí ČSA ke snižování cen, což vede ke snížení výnosů z jednotlivých letenek. Tlak na nízkou cenu pak vede ke snížení kvality poskytovaných služeb. Jejich služby neodpovídají jejich profilaci a zákazníky vnímaná hodnota tak neodpovídá požadované ceně, která stále není tak nízká, jako u low-cost dopravců.

Společnost nemá téměř žádný majetek, nemá dobré postavení na trhu ani pozitivně vnímanou značku, navíc má vysoké dluhy. Z ekonomického hlediska má tato společnost velmi nízkou hodnotu, jak bylo prokázáno výpočty a posledním znaleckým posudkem. Zachování provozu ČSA vidím tak v jejich reorganizaci, změně firemní strategie a pokračování spolupráce se Smartwings.

7. Závěr

Cílem této práce bylo stanovit hodnotu leteckého dopravce České aerolinie jako společnosti, hodnotu její značky a současně určit potenciální zájemce o její koupi.

Nejdříve bylo třeba definovat pojem **společnost** a **značka**. Následně stanovit způsoby, jakými je možné hodnotu společnosti určit. V případě značky bylo potřeba určit, mimo její definici, jakými prvky je tvořena a jaké aspekty ji ovlivňují. Tomu se věnuje první část práce.

Následně bylo třeba všechny tyto pojmy a skutečnosti specifikovat pro letecké odvětví. Prostředí, v němž daný podnik působí, má velký vliv na jeho hodnotu. Nejdříve jsem uvedla jednotlivé světové události, které v dřívějších letech letecké odvětví zasáhly, jako například teroristické útoky 11. září 2001, ropná krize, finanční krize v roce 2008 či pandemie COVID-19, která trvá dodnes. Uvedla jsem také žebříček nejlépe vydělávajících aerolinií a aerolinií s nejvyšší hodnotou, kde jsem se pokusila identifikovat, co stojí za jejich úspěchem. Dále jsem uvedla, jaké faktory jsou důležité pro značky v leteckém odvětví. Na příkladech společností Boeing a Malaysia Airlines jsem ukázala, jak klíčové je pro podniky v leteckém průmyslu vnímání jejich značky jako bezpečné a spolehlivé. Současně jsem uvedla, které značky leteckých dopravců si v tomto odvětví stojí nejlépe a jaké faktory vnímání značky ovlivňují.

V kapitole zabývající se metodikou určování hodnoty jsem blíže popsala tři nejčastější způsoby určování hodnoty podniku a u každé z nich zhodnotila, zda ji pro svou práci považuji za vhodnou či nikoliv.

Předposlední část pak byla věnována dřívějším akvizicím a fúzím v leteckém odvětví. Vzhledem k tomu, že cílem práce je také určit, kdo by mohl mít zájem o koupi ČSA, považovala jsem za důležité uvést předchozí případy prodejů leteckých společností a jaké důvody k prodejům vedly. Případně, proč letečtí dopravci přistupují ke slučování existujících společností a jaké benefity jim z toho plynou.

Poslední a současně hlavní část práce se již zabývá konkrétním určením hodnoty společnosti České aerolinie. Abychom pochopili, kde se společnost dnes nachází a jaká je její skutečná hodnota, bylo třeba ve zkratce uvést její historický a ekonomický vývoj a detailněji popsat poslední roky její činnosti, které přivedly společnost k úpadku.

ČSA jsem zhodnotila z mnoha hledisek, kdy jsem využila nejrůznější žebříčky, statistiky, informace z tisku i insolvenčního řízení. Zjistila jsem, že se tato společnost nachází ve velkých ekonomických problémech. Nevlastní téměř žádný majetek, podala sama na sebe insolvenční návrh z důvodů velkého zadlužení a své závazky v blízké budoucnosti není schopna splatit.

Stanovila jsem hodnotu společnosti nejdříve multiplikátorovou metodou, ta by v roce 2018 byla 1 541 714 000,- Kč, v roce 2019 pak 1 445 872 000,- Kč. Meziroční pokles tržní hodnoty tak značí počínající ekonomické problémy společnosti. Metodu substanční hodnoty, která se řadí mezi hodnoty majetkové, jsem zvolila pro svůj druhý výpočet. Jeho výsledkem by v roce 2018 byla hodnota ve výši 1 334 204 000,- Kč a 1 409 162 000,- Kč v roce 2019. Ve srovnání s tržní hodnotou je nižší, protože hodnotu podniku odvozuje pouze od jeho majetku a neuvažuje jeho potenciál. Substanční hodnota nezohledňuje situaci v odvětví působnosti podniku a s ohledem na dřívější roky prosperity tak má rostoucí tendenci (viz Tabulka 8).

Tyto hodnoty však ukazují stav před pandemií a insolvenčním řízením. V současné době nejsou dostupná data pro výpočet aktuální hodnoty, a proto můžeme pouze zhodnotit její majetkovou podstatu. Ta je 172 093 000,- Kč, z ní po odečtení nákladů na likvidaci zůstává pouze 24 112 000,- Kč. Závazky společnosti však dosahují 1 809 419 076,- Kč a tudíž můžeme konstatovat, že za současné situace má společnost hodnotu cca jednoho procenta svého dluhu.

Současně její značka nemá na trhu dobré postavení a zákazníky je vnímána spíše podprůměrně a nemá tak sama o sobě valnou hodnotu. České aerolinie sice stále omezeně pokračují ve své činnosti, ale jejich provoz do určité míry závisí na mateřské společnosti a souhlasu jejich věřitelů. A pokud se situace v letecké dopravě nezlepší, je budoucnost této společnosti velice nejistá.

Budoucnost ČSA tak nyní závisí na tom, jak společnost provede soudem schválenou reorganizaci a zda zvolí vhodnou obchodní strategii. Pokud se jí to podaří, může tak splatit své dluhy, zlepšit svou ekonomickou situaci a zlepšit vnímání své značky.

Závěrem můžeme Českým aeroliniím jen popřát, aby své stoleté výročí v roce 2023 oslavily v lepší ekonomické kondici.

8. Seznam citovaných zdrojů

[1] **WorldAtlas:** *Oldest Airlines In The World That Are Still Operating* [online]. © 2019 [cit. 30. 6. 2021]. Dostupné z: https://www.worldatlas.com/articles/oldest-airlines-in-the-world-that-are-still-operating.html.

[2] **Indeed:** *Business Valuation: Definition and How To Calculate* [online]. © 2021 [cit. 30. 6. 2021]. Dostupné z: https://www.indeed.com/career-advice/career-development/what-is-business-valuation.

[3] **PYSZKO, Urszula:** *Stanovení hodnoty podniku* [online]. Brno, 2016. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská. prof. Ing. Mária Režňáková, CSc. Dostupné z: https://www.vut.cz/www_base/zav_prace_soubor_verejne.php?file_id=124269#page20.

[4] **MAŘÍK, Miloš:** *Metody oceňování podniku.* Praha: EKOPRESS, 2018. ISBN: 9788086929323

[5] **OUBRECH, Jiří:** *Oceňování podniku I* [online]. České Budějovice, 2013. Dostupné z: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf.

[6] **JINDRA, Martin:** *Budování a řízení značky v prostředí sociálních médií* [online]. Praha, 2011. Diplomová práce. Univerzita Karlova, Filozofická fakulta. PhDr. Helena Lipková, Ph.D. Dostupné z: http://www.makevision.net/texty/DP/Budovani-a-rizeni-znacky-v-prostredi-socialnich-medii--Jindra.pdf.

[7] **Podnikatel.cz:** *Hodnota značky (brand equity)* [online]. © 2021 [cit. 30. 6. 2021]. Dostupné z: https://www.podnikatel.cz/pruvodce/obchodni-znacka-brand/hodnota-znacky-brand-equity/.

[8] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 2016* [online]. 2017. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=55866236&subjektId=689819&spis=74387.

[9] **Podnikatel.cz:** *Časové rozlišení v účetnictví podnikatelů* [online]. © 2021 [cit. 10. 11. 2021]. Dostupné z: https://www.podnikatel.cz/clanky/casove-rozliseni-v-ucetnictvi-podnikatelu/.

[10] **Investopedia:** *Discounts For Lack Of Marketability (DLOM)* [online]. © 2020 [cit. 10. 11. 2021]. Dostupné z: https://www.investopedia.com/terms/d/dlom.asp.

[11] **WOLF, Aleš:** *Příprava a průběh prodeje podniku v českém právním prostředí* [online]. 2014. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Právnická fakulta. Ing. Alena Kerlinová, Ph.D. Dostupné z: https://is.muni.cz/th/farl0/Priprava_a_prubeh_prodeje_podniku_v_ceskem_pravnim_prostredi.pdf.

[12] **ČESKO:** *Zákon č. 89/2012 Sb. občanský zákoník*. [online] Sbírka zákonů České republiky. 2012. Dostupný z: https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89.

[13] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 2015* [online]. 2016. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=44711855&subjektId=689819&spis=74387.

[14] **České aerolinie, a.s.:** *O nás* [online]. © 2021 [cit. 10. 11. 2021]. Dostupné z: https://www.csa.cz/cz-cs/o-nas/.

[15] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 1999* [online]. 2000. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://adoc.pub/eske-aerolinie-a-s-vyroni-zprava-1999.html.

[16] **Alaska Air Group, Inc..:** *Annual report 2019* [online]. © 2020 [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://investor.alaskaair.com/static-files/39fdcc6e-6e27-4d3c-a0b3-b54e889d7b97.

[17] **Travel Agent Central:** *Caribbean Airlines, Air Jamaica Finally Make Deal Official* [online]. © 2011 [cit. 30. 6. 2021]. Dostupné z: https://www.travelagentcentral.com/transportation/caribbean-airlines-air-jamaica-finally-make-deal-official.

[18] **Travel Weekly:** *Caribbean Airlines-Air Jamaica merger complete* [online]. © 2011 [cit. 30. 6. 2021]. Dostupné z: https://www.travelweekly.com/Travel-News/Airline-News/Caribbean-Airlines-Air-Jamaica-merger-complete.

[19] **Simple Flying:** *What Happened To Canadian Airlines?* [online]. © 2020 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://simpleflying.com/what-happened-to-canadian-airlines/.

[20] **SLIM, Remco:** *Mergers and Acquisitions in the European Airline Sector* [online]. Rotterdam, 2011. Bachelor thesis. Erasmus University Rotterdam, Erasmus School of Economics, Entrepreneurship Organization and Strategy Economics. Prof. Dr. H.P.G. Pennings. Dostupné z: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiz79bJ7rP0AhXR_bsIHZOmBCUQFnoECCUQAQ&url=https%3A%2F%2Fthesis.eur.nl%2Fpub%2F9902%2FBA-Thesis%2520Remco%2520Slim%2520(ESE)%2520321413.pdf&usg=AOvVaw1IKVtCVr7fmIz7yrz-ax-i.

[21] **Finance.cz:** *Italská vláda s podmínkami schválila převzetí Alitalie* [online]. © 2008 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.finance.cz/zpravy/finance/199883-italska-vlada-s-podminkami-schvalila-prevzeti-alitalie/.

[22] **Aktuálně.cz:** *Ztrátové aerolinky Alitalia koupily Air France-KLM* [online]. © 2008 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/svetova-ekonomika/ztratove-aerolinky-alitalia-koupily-air-france-klm/r~i:article:524157/.

[23] **Reuters:** *Alitalia to lose 1 bln euros in 2008, takeover sealed* [online]. © 2008 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.reuters.com/article/sppage023-lk25141-oisbi/alitalia-to-lose-1-bln-euros-in-2008-takeover-sealed-idUKLK2514120081120.

[24] **Alaska Air Group, Inc.:** *Annual report 2018* [online]. 2019. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://investor.alaskaair.com/static-files/8eb5f892-f69e-4fe0-9ac8-1cbcc53c0a0d.

[25] **Alaska Air Group, Inc.:** *Annual report 2017* [online]. 2018. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://investor.alaskaair.com/static-files/032cb5aa-7006-450f-a0d0-f443eaef6c91.

[26] **PARK, Sora:** *A merger effect on different airline groups: empirical study on the Delta-Northwest merger in 2008* [online]. 2014. Journal of Transport Literature. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/262509071_A_merger_effect_on_different_airline_groups_empirical_study_on_the_Delta-Northwest_merger_in_2008.

[27] **Simple Flying:** *The Story Of The Delta And Northwest Merger* [online]. © 2020 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://simpleflying.com/delta-northwest-merger/.

[28] **Reuters:** *Delta buys Northwest to create biggest airline* [online]. © 2008 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.reuters.com/article/us-delta-northwest-idUSTRE49S8BA20081030.

[29] **Alaska Air Group, Inc.:** *Alaska Air Group to Acquire Virgin America, Creating West Coast's Premier Carrier* [online]. © 2016 [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://investor.alaskaair.com/news-releases/news-release-details/alaska-air-group-acquire-virgin-america-creating-west-coasts.

[30] **Dopravní noviny:** *Aerolinky Alitalia končí, nastupuje společnost Italia Trasporto Aereo* [online]. © 2021 [cit. 10. 11. 2021]. Dostupné z: https://www.reuters.com/article/us-delta-northwest-idUSTRE49S8BA20081030. https://www.dnoviny.cz/letecka-doprava/aerolinky-alitalia-konci-nastupuje-spolecnost-italia-trasporto-aereo.

[31] **Air France KLM:** *History* [online]. © 2021 [cit. 10. 11. 2021]. Dostupné z: https://www.airfranceklm.com/en/group/history.

[32] **Simple Flying:** *Why Did Air France Merge With KLM In 2003?* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://simpleflying.com/air-france-klm-merge-why/.

[33] **Hospodářské noviny:** *Fúze Air France a KLM mění trh* [online]. © 2003 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://archiv.ihned.cz/c1-13438780-fuze-air-france-a-klm-meni-trh.

[34] **Insider:** *The rise and fall of Pan Am* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.businessinsider.com/how-pan-am-went-from-pioneering-air-travel-to-bankruptcy-2020-2.

[35] **Pan Am Historical Foundation:** *A Brief History of Pan Am by Gene Banning* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.panam.org/about-pahf/paa-a-brief-history.

[36] **Grant Thorton:** *Znalecký posudek ČSA* [online]. © 2021 [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://isir.justice.cz/isir/doc/dokument.PDF?id=48294728.

[37] **International Civil Aviation Organization:** *Economic Impacts of COVID-19 on Civil Aviation* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.icao.int/sustainability/Pages/Economic-Impacts-of-COVID-19.aspx.

[38] **Kantar:** *What are the most valuable global brands in 2021?* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.kantar.com/inspiration/brands/what-are-the-most-valuable-global-brands-in-2021.

[39] **CFI Education Inc.:** *Acquisition* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/acquisition/.

[40] **EDUCBA:** *Types of Acquisition* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.educba.com/types-of-acquisition/.

[41] **Aktuálně.cz:** *Podíl v ČSA koupí Korean Air, vláda souhlasí s prodejem* [online]. © 2013 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/ceska-ekonomika/podil-v-csa-koupi-korean-air-vlada-souhlasi-s-prodejem/r~i:article:773899/.

[42] **Alitalia:** *Net profit of EUR 39 million in the third quarter* [online]. © 2010 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://corporate.alitalia.com/en/media/press-releases/net-profit-of-eur-39-million-in-the-third-quarter.html.

[43] **CBC Radio-Canada:** *Air Canada reports record loss for 2001* [online]. © 2002 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.cbc.ca/news/business/air-canada-reports-record-loss-for-2001-1.311489.

[44] **ACE Aviation Holdings, Inc.:** *Annual Report 2004*. 2005. [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: http://www.aceaviation.com/en/investors/documents/2004_ar.pdf.

[45] **Air France KLM:** *FISCAL YEAR 2004-05 report* [online]. 2005. [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.airfranceklm.com/sites/default/files/communiques/res_2004-05_ve.pdf.

[46] **Air France KLM:** *FISCAL YEAR 2005-06 report* [online]. 2006. [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.airfranceklm.com/sites/default/files/communiques/fy2005-06_ve_web.pdf.

[47] **American Airlines:** *American Airlines Group Reports Record Fourth Quarter and Full Year 2014 Profit* [online]. © 2015 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://news.aa.com/news/news-details/2015/American-Airlines-Group-Reports-Record-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2014-Profit/default.aspx.

[48] **Delta Air Lines, Inc.:** *Annual report 2010* [online]. 2011. [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/d/NYSE_DAL_2010.pdf.

[49] **AL-GHARAIBAH, OWAIS BARKAT:** *Brand Equity and Loyalty in the Airline Industry: The Role of Perceived Value and Online Word of Mouth* [online]. 2020. International Journal of Innovation, Creativity and Change. Dostupné z: https://www.ijicc.net/images/Vol_14/Iss_9/14902_Gharaibah_2020_E1_R.pdf.

[50] **Avizer Z, s.r.o:** *Koupě ČSA přehledně: Travel Service ovládl aerolinie na třetí pokus* [online]. © 2017 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://zdopravy.cz/csa-prehledne-travel-service-ovladl-csa-na-treti-pokus-2627/.

[51] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 2019* [online]. 2020. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=64631933&subjektId=689819&spis=74387.

[52] **NOVÁKOVÁ, Petra:** *Stanovení hodnoty podniku* [online]. České Budějovice, 2014. Diplomová práce. Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Ekonomická fakulta. Ing. Antonín Šmejkal, Ph.D. Dostupné z: https://theses.cz/id/h34v2a/Diplomov_prce.pdf.

[53] **STRIAL, Štěpán:** *Určení hodnoty firmy dle odvětví činnosti* [online]. Praha, 2017. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Fakulta elektrotechnická. Ing. Július Bemš Ph.D. Dostupné z: https://dspace.cvut.cz/bitstream/handle/10467/68497/F3-DP-2017-Strial-Stepan-Urceni%20hodnoty%20firmy%20dle%20odvetvi%20cinnosti.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

[54] **Smartwings, a.s.:** *Návrh na povolení reorganizace* [online]. 2021. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://isir.justice.cz/isir/doc/dokument.PDF?id=47245515.

[55] **THOMAS, Rawley, GUP, Benton E.:** *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners.* Hoboken: Wiley, 2009. ISBN: 9780470385791

[56] **The Boeing Company:** *Annual report 2019* [online]. © 2020 [cit. 10. 7. 2021] Dostupné z: https://s2.q4cdn.com/661678649/files/doc_financials/2019/ar/2019_Boeing_Annual_Report.pdf.

[57] **Insolvenční rejstřík**: *Zápis ze sedmého jednání prozatímního věřitelského výboru dlužníka České aerolinie, a.s.* [online]. 2021. [cit. 10. 7. 2021] Dostupné z: https://isir.justice.cz/isir/doc/dokument.PDF?id=47319647.

[58] **Technická univerzita Liberec:** *Oceňování podniku* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021] Dostupné z: https://turbo.cdv.tul.cz/file.php/44/data/texty/kap_02.pdf.

[59] **Aeroweb:** *ČSA – minulost, současnost a snad i budoucnost* [online]. © 2009 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.aeroweb.cz/clanky/1978-csa-minulost-soucasnost-a-snad-i-budoucnost.

[60] **České aerolinie, a.s..:** *Výroční zpráva ČSA 2018* [online]. 2019. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=60285305&subjektId=689819&spis=74387.

[61] **KORČÁKOVÁ, Anna:** *Stanovení hodnoty podniku: Ocenění podniku Mari GASTRO s.r.o*. [online]. Písek, 2015. Diplomová práce. Bankovní institut vysoká škola Praha, Katedra financí a ekonomie. doc. Ing. Jan Heřman, CSc. Dostupné z: https://is.ambis.cz/th/f694n/DP_2015_Bc._Anna_Korcakova.pdf.

[62] **CAPA CENTRE FOR AVIATION:** *Malaysia Airlines 1H2015 outlook: more losses as capacity levels are maintained prior to transition* [online]. © 2014 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://centreforaviation.com/analysis/reports/malaysia-airlines-1h2015-outlook-more-losses-as-capacity-levels-are-maintained-prior-to-transition-201123.

[63] **Malaysia Airlines:** *Annual report 2013* [online]. © 2014 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://disclosure.bursamalaysia.com/FileAccess/apbursaweb/download/?name=EA_DS_ATTACHMENTS&id=163565.

[64] **The Straits Times:** *Malaysia Airlines posts Q2 net loss of $121.8 million, warns of poor earnings outlook* [online]. © 2014 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/malaysia-airlines-posts-q2-net-loss-of-1218-million-warns-of-poor.

[65] **Macrotrends LLC**: *Southwest Airlines Debt to Equity Ratio 2006-2021* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.macrotrends.net/stocks/charts/LUV/southwest-airlines/debt-equity-ratio#:~:text=Southwest%20Airlines%20debt%2Fequity%20for%20the%20three%20months%20ending,operates%20over%20Boeing%20737%20aircraft%20in%20numerous%20cities.

[66] **Macrotrends LLC**: *Southwest Airlines Net Worth 2006-2021* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z:https://www.macrotrends.net/stocks/charts/LUV/southwest-airlines/net-worth.

[67] **České aerolinie, a.s.:** *Insolvenční návrh* [online]. 2021. [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://isir.justice.cz/isir/doc/dokument.PDF?id=46225037.

[68] **FinExpert.cz:** *Potopil Tvrdík ČSA?* [online]. © 2006 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://finexpert.e15.cz/potopil-tvrdik-csa.

[69] **AirHelp:** *AirHelp Score 2019 | Global Airline Rankings* [online]. © 2020 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.airhelp.com/en-int/airline-ranking/#global_ranking

[70] **SKYTRAX:** *CSA Czech Airlines* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.airlinequality.com/airline-reviews/csa-czech-airlines/.

[71] **Tripadvisor:** *Czech Airlines* [online]. © 2021 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.tripadvisor.com/Airline_Review-d8728916-Reviews-or35-Czech-Airlines.html#REVIEWS.

[72] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 2012* [online]. 2013. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17427144&subjektId=689819&spis=74387.

[73] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 2008* [online]. 2009. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=16478560&subjektId=689819&spis=74387.

[74] **České aerolinie, a.s.:** *Výroční zpráva ČSA 2013* [online]. 2014. [cit. 10. 10. 2021]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=20607191&subjektId=689819&spis=74387.

[75] **Design portál:** *Jak se vám líbí nové logo ČSA?* [online]. © 2015 [cit. 10. 7. 2021]. Dostupné z: https://www.designportal.cz/jak-se-vam-libi-nove-logo-csa/

[76] **Investopedia:** *Enterprise multiple* [online]. © 2021 [cit. 27. 11. 2021]. Dostupné z: https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp.

[77] **Aegean Airlines:** *Annual report 2019* [online]. 2020. [cit. 27. 11. 2021]. Dostupné z: https://en.about.aegeanair.com/investor-relations/annual-reports-information-bulletins/.

[78] **IcelandAir Group.:** *Annual report 2019* [online]. 2020. [cit. 27. 11. 2021]. Dostupné z: https://annualreport2019.icelandairgroup.is.

[79] **Avizer Z, s.r.o:** *ČSA už nelétají s jediným airbusem. Po jedenácti týdnech se vrátil do provozu A319* [online]. © 2021 [cit. 27. 11. 2021]. Dostupné z: https://zdopravy.cz/csa-uz-neletaji-s-jedinym-airbusem-po-jedenacti-tydnech-se-vratil-do-provozu-a319-95359/.

9. Seznam tabulek

Tabulka 1 Hodnoty obratu a zisku před zdaněním společnosti ČSA v letech 2003–2019

Tabulka 2 Vybrané násobitele společností IcelandAir a Aegean Airlines za rok 2018

Tabulka 3 Vybrané násobitele společností IcelandAir a Aegean Airlines za rok 2019

Tabulka 4 Účetní hodnota, tržby a KPVH společnosti ČSA za rok 2018 a 2019

Tabulka 5 Vybrané násobitele a tržní hodnota společnosti ČSA za rok 2018

Tabulka 6 Vybrané násobitele a tržní hodnota společnosti ČSA za rok 2019

Tabulka 7 Celková aktiva a cizí zdroje společnosti ČSA v letech 2016–2019

Tabulka 8 Substanční hodnota a celková zadluženost společnosti ČSA v letech 2016–2019

10. Seznam obrázků

Obr.1 Loga leteckých dopravců

Obr.2 Současné a původní logo ČSA

Obr.3 Hodnota značky a její prvky

Obr.4 Vliv koronaviru na různá odvětví mezinárodního průmyslu

Obr.5 Celosvětový vývoj osobní letecké přepravy 1945–2020

Obr.6 Aerolinie s nejvyššími příjmy 2019

Obr.7 Aerolinie s nejvyšší tržní hodnotou 2021

Obr.8 Nejhodnotnější značky v leteckém odvětví 2019 a 2020

Obr.9 Schéma akvizice a fúze, zdroj: vlastní tvorba

Obr.10 Bowmanovy hodiny

Obr.11 Schéma vlastnické struktury ČSA

11. Seznam příloh

Příloha 1 Validace výsledků expertním ohodnocením