

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA o.p.s.

Studijní program: B6208 Ekonomika a management

Studijní obor/specializace: 6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku

OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI INTERNET MALL a.s.

Diplomová práce

Bc. Vitaliia SMYSHLIAEVA

Vedoucí práce: doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA



ŠKODA AUTO Vysoká škola

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatelka: **Bc. Vitaliia Smyshliaeva**

Studijní program: Ekonomika a management

Obor: Globální podnikání a finanční řízení podniku

Název tématu: **Ocenění společnosti Internet Mall, a.s.**

Cíl: Cílem této práce je provedení výnosového ocenění jednoho z největších e-shopů v České republice, společnosti Internet Mall, a.s. k datu 31. 12. 2018. Spolu s odhadem budoucího vývoje této společnosti bude vyhodnocen i odhad vývoje celého odvětví z hlediska atraktivity pro investory. V poslední době se internetové obchody staly jedním z neefektivnějších nástrojů pro rychlé rozšiřování prodeje. Oceňování internetových obchodů je téma, které získává stále větší význam a současně má řadu specifík při výpočtu jejich hodnoty. Vytvořené řešení poskytne přehledné informace o možnostech ocenění internetových obchodů výnosovými metodami a vymezení jejich specifika.

Rámcový obsah:

1. Úvod.
2. Vymezení základních tržních a netržních metod oceňování hromadných aktiv.
3. Porovnání oceňovacích metodologií, výběr vhodných metod pro ocenění internetových obchodů z hlediska atraktivity pro investory.
4. Ocenění české společnosti Internet Mall, a.s. vybranými oceňovacími metodami dle predikce budoucího vývoje.
5. Závěr.

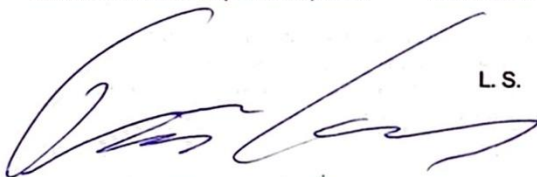
Rozsah práce: 55 – 65 stran

Seznam odborné literatury:

1. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku.: Proces ocenění základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
2. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé.: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
3. MAŘÍK, M. – MAŘIKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
4. RAFFEGEAU, J. – DUBOIS, F. *Finanční oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: HZ Praha, 1996. 121 s. ISBN 80-86009-03-3.
5. KRABEC, T. *Metodologické aspekty oceňování aktiv*. In: MAŘÍK, M. *Vybrané problémy oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2007. s. 85–93. ISBN 978-80-245-1295-2.
6. KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: GRADA, 2009. ISBN 978-247-2865-0.
7. MAŘÍK, M. *Vybrané problémy oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1295-2.
8. SEDLÁK, M. *Jak vytvořit úspěšný a výdělečný inetmetový obchod*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2012. ISBN 978-80-251-3727-7.

Datum zadání diplomové práce: únor 2019

Termín odevzdání diplomové práce: leden 2020



L. S.


doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA
Vedoucí práce



Mgr. Petr Šulc
Prorektor ŠAVŠ



doc. Ing. Jiřina Bokšová, Ph.D.
Vedoucí katedry



Bc. Vitalia Smyshliaeva
Autorka práce

Prohlašuji, že jsem závěrečnou práci vypracovala samostatně a použité zdroje uvádím v seznamu literatury. Prohlašuji, že jsem se při vypracování řídila vnitřním předpisem ŠKODA AUTO VYSOKÉ ŠKOLY o.p.s. (dále jen ŠAVŠ) směrnici OS.17.10 Vypracování závěrečné práce.

Jsem si vědoma, že se na tuto závěrečnou práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, že se jedná ve smyslu § 60 o školní dílo a že podle § 35 odst. 3 je ŠAVŠ oprávněna mou práci využít k výuce nebo k vlastní vnitřní potřebě. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna podle § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách.

Beru na vědomí, že ŠAVŠ má právo na uzavření licenční smlouvy k této práci za obvyklých podmínek. Užiji-li tuto práci, nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, mám povinnost o této skutečnosti informovat ŠAVŠ. V takovém případě má ŠAVŠ právo ode mne požadovat příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to až do jejich skutečné výše.

V Mladé Boleslavi dne 13.07.2020



Děkuji doc. Ing. Tomáši Krabcovi, Ph.D., MBA, CSc. za odborné vedení závěrečné práce, poskytování rad a neuvěřitelnou podporu a vstřícnost.

Obsah

Úvod	9
1 Teoretická východiska řešení	10
1.1 Vymezení základních pojmů a právního rámce	10
1.1.1 Důvody oceňování podniku	11
1.1.2 Hodnota podniku	11
1.2 Metody ocenění podniku	13
1.2.1 Výnosové metody	13
1.2.2 Porovnávací metody	16
1.2.3 Nákladové metody	17
1.3 Proces oceňování podniku	17
1.4 Strategická analýza	18
1.4.1 Analýza makroprostředí	18
1.4.2 Analýza mikroprostředí	20
1.5 Finanční analýza	22
1.5.1 Účetní výkazy pro zpracování finanční analýzy	23
1.5.2 Metody finanční analýzy	24
1.5.3 Poměrové ukazatele	25
2 Praktická část	35
2.1 Charakteristika společnosti	35
2.2 Charakteristika e-commerce odvětví v České republice	38
2.3 Strategická analýza	41
2.3.1 Analýza makroprostředí	41
2.3.2 Analýza mikroprostředí	48
2.4 Finanční analýza	52
2.4.1 Analýza rozvahy	52
2.4.2 Analýza výkazu zisku a ztrát	55
2.4.3 Analýza poměrových ukazatelů	57
2.4.4 Bonitní modely	60
2.5 Analýza a prognóza generatorů hodnot	62
2.6 Finanční plán	66
2.7 Určení hodnoty podniku	67
2.7.1 Ocenění metodou DCF entity	67
2.7.2 Test tvorby hodnoty EVA	72
2.7.3 Srovnávací přístup	73

Závěr	75
Seznam literatury	76
Seznam obrázků a tabulek.....	78

Seznam použitých zkratk a symbolů

CAMP Capital Asset Pricing Model

CF Cash Flow

ČR Česká republika

DCF Diskontovaný peněžní tok

DFM Dlouhodobý finanční majetek

DHM Dlouhodobý hmotný majetek

DM Dlouhodobý majetek

DNM Dlouhodobý nehmotný majetek

EAT Zisk po zdanění

EBIT Výsledek hospodaření před úroky a zdaněním

EU Evropská unie

EVA Ekonomická přidaná hodnota

EVS Evropské oceňovací standardy

FCFF Volné peněžní toky do firmy

HDP Hrubý domácí produkt

IK Investovaný kapitál

IVS International Valuation Standards

KPVH Korigovaný provozní výsledek hospodaření

NOA Čistá operační aktiva

NOPAT Čistý provozní zisk po zdanění

ROA Return On Assets

ROI Return On Investment

ROS Return On Sales

VH Výsledek hospodaření

VK Vlastní kapitál

WACC Wighted average capital cost

Úvod

Tato diplomová práce je zaměřena na ocenění jednoho z největších internetových obchodů v České republice, akciové společnosti Internet Mall, výnosovou metodou k datu 31.12.2018 za účelem potenciálního prodeje. Vzhledem k nedostupnosti interních dat se ocenění provádí na základě veřejně přístupných výročních zpráv společnosti. Kromě valuace a odhadu budoucího vývoje e-shopu Mall.cz se práce zaměřuje na celkovou atraktivitu lokálního odvětví e-commerce a predikci dalšího rozvoje.

Diplomová práce je rozdělena do dvou částí: teoretické a praktické. První část je věnována teoretické základně problematiky oceňování podniku. Popisuje obecné základy z oboru, vymezuje kategorie hodnot a účely ocenění. Tato část práce je věnována zejména postupům při ocenění podniků, popisuje konkrétní kroky procesu, které pak budou aplikovány v praktické části práce. Vymezuje určité způsoby přípravy finanční a strategické analýzy, popisuje základní metodiku zpracování finančních výkazů pro proces ocenění, uvádí způsoby výpočtu poměrových ukazatelů. V úvodních kapitolách jsou charakterizovány jednotlivé metody ocenění, z nichž jsou následně vybrány nejvhodnější metody pro splnění zadání této práce. Výpočet hodnoty podniku nakonec bude proveden metodou diskontovaných peněžních toků, který bude pro lepší interpretaci doplněn dodatečným výpočtem metodou ekonomické přidané hodnoty a srovnávací metodou.

Praktická část diplomové práce začíná analýzou, která slouží jako základ pro zpracování samotného ocenění v praktické části, určuje současný stav podniku a trhu, formuje výhled do budoucna a ověřuje splnění předpokladu pro going concern. Tato část se skládá ze strategické a finanční analýzy, které byly provedeny dle postupů z úvodních kapitol práce. Oddíl se zabývá nejen podrobným zkoumáním struktury samotného podniku, ale i celého odvětví e-commerce v České republice. Jedná se zejména o zkoumání vnějšího a vnitřního prostředí, vymezení slabých a silných stránek, hodnocení finančního zdraví podniku.

Ve druhé polovině praktické části je následně proveden výpočet hodnoty podniku výnosovou metodou na principu volných peněžních toků. Pro účely této práce byla zvolena metoda DCF entity, která je všeobecně považována za základní a nejpoužívanější metodu, jelikož právě tato metoda umožňuje určit hodnotu podniku jako celku. Jako dodatečný způsob výpočtu hodnoty je zvolena metoda ekonomické přidané hodnoty a následně srovnávací přístup, kde bude provedena komparace výsledků s největším konkurentem společnosti, obchodem Alza.

1 Teoretická východiska řešení

1.1 Vymezení základních pojmů a právního rámce

Oceňování majetku v České republice upravuje zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Tento zákon «upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy» (zákon č. 151/1997 Sb.). Tento zákon ale neupravuje proces oceňování podniku jako celku. Jako aplikovanější zdroj pro ocenění podniku v České republice lze uvést Metodický pokyn České národní banky, který se používá pro zpracování znaleckých posudků předkládaných ČNB.

Pro účely ocenění podniku jsou využívány i všeobecně uznané nadnárodní standardy, například Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) nebo Evropské oceňovací standardy (EVS). Tyto nadnárodní standardy mají charakter nezávazných doporučení.

Hlubší pojetí oceňování podniku lze najít v užších standardech konkrétních zemí, kde se toto odvětví historicky lépe rozvíjelo, například Americké oceňovací standardy anebo Německé standardy IDW S1 (Mařík a kol., 2018).

Oceňování je činnost, kdy je určitému souboru majetku je přiřazována určitá peněžní částka. V tomto případě je nutné rozlišovat mezi pojmy «cena» a «hodnota». Cena není zjištěnou hodnotou – je stanovena střetem nabídky a poptávky na trhu.

Mezinárodní oceňovací standardy definují trh jako prostředí, ve kterém jsou zboží a služby obchodovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. *«Pojem trhu předpokládá, že zboží a/nebo služba může být obchodována mezi kupujícími a prodávajícími bez omezení jejich činností. Každá strana bude reagovat na vztahy nabídky a poptávky a ostatní cenotvorné faktory, stejně jako na své vlastní chápání relativní užitečnosti zboží nebo služby a individuální potřeby a přání. Trh může být místní, regionální, národní nebo mezinárodní.»*

Definici podniku pro účely ocenění lze najít v § 5 obchodního zákoníku. Na podnik nahlížíme jako na funkční celek, který je schopen vytvářet hospodářský přebytek.

«Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu.» Užitná hodnota podniku je subjektivní pro konkrétního vlastníka podniku. (Kislingerová, 2001)

1.1.1 Důvody oceňování podniku

Existuje několik základních důvodů, kdy je zapotřebí majetek ocenit. Podnik může být oceněn za účelem koupě anebo prodeje (jako celku anebo jeho částí), akvizice, fúze, rozdělení obchodní společnosti, likvidace a konkurzu, změny právní formy nebo společníků, uvedení akcií na kapitálový trh, zvýšení kapitálu, vydání podílových listů, pojištění, hodnocení manažerských výkonů, restrukturalizace. Podnik Internet Mall bude v praktické části oceněn za účelem potenciálního prodeje (Mařík a kol., 2018).

1.1.2 Hodnota podniku

Hodnotou se rozumí odhad znalce na pravděpodobnou cenu podniku za určitých okolností a zadání. Je nesmírně důležité, aby báze hodnoty a s ní spojená definice byly stanoveny dle konkrétního zadání. Nevhodná změna definice hodnoty má přímý vliv na hodnotu podniku jako celku.

Existuje dvě hladiny, na které lze podnik ocenit: hodnota brutto a hodnota netto. Hladina brutto se vztahuje na hodnotu podniku jako celku, tj. ocenění se provádí na úrovni vlastního a úročeného kapitálu. V tomto případě se jedná o odhad na úrovni entity.

Další možností je hodnota netto, která se provádí na úrovni ekvity, tj. jen na úrovni vlastního kapitálu podniku (Mařík a kol., 2018).

Báze hodnoty pro oceňování podniku

K oceňování podniku lze přistupovat různými způsoby. Ty se liší způsobem ocenění a požadavky. Dle Maříka rozlišujeme čtyři základní přístupy v ocenění:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota (investiční hodnota)
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Z toho pak vyplývají následující hodnotové báze:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Fair value
- Investiční hodnota

Tržní hodnota

V Mezinárodních oceňovacích standardech najdeme definici tržní hodnoty, která zní «*Tržní hodnotou se rozumí odhadovaná částka, za kterou by měly být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní. Principem tržního odstupu se pro účely tohoto zákona rozumí, že účastníci směny jsou osobami, které mezi sebou nemají žádný zvláštní vzájemný vztah a jednají vzájemně nezávisle.*» (International Valuation Standards, 2020, str. 18)

V podstatě se jedná o konkrétní částku, kterou je ochoten zaplatit průměrný kupující za současných tržních podmínek. Tato definice předpokládá existenci trhu s podniky anebo alespoň trh, kde se obchodují akcie jednotlivých podniků. V případě, že podobný trh neexistuje nebo se na tomto trhu neobchoduje s obdobnými podniky a získání relevantních dat není možné, provádí se intervalový odhad tržní hodnoty. (Mařík a kol., 2018)

Subjektivní hodnota

Tato hodnota se používá výjimečně, je spojena s konkrétním investorem a jeho investičním záměrem, který se zahrnuje do ocenění. Typickým příkladem je investiční hodnota – hodnota aktiva pro stávajícího nebo předpokládaného investora pro jeho individuální investiční nebo provozní cíle.

V případě investiční hodnoty transakce nemusí být nutně spojena s předpokladem potenciální směny aktiva, jedná se o konkrétní plynoucí užítky z držení podniku pro konkrétní subjekt. Investiční hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota podniku.

Občas se stává, že konkrétní aktivum je pro specifického vlastníka více přitažlivé než pro ostatní kupující na trhu. V tomto případě se jedná o tzv. speciální hodnotu, která odráží nějaké neobvyklé vlastnosti aktiva pro konkrétního kupujícího. Investiční hodnota může speciální hodnotu obsahovat a tím se lišit od tržní hodnoty. (Mařík a kol., 2018)

Zobecnění hodnoty podniku proto nemá smysl, jelikož každý vlastník má vlastní představy, cíle a možností dosažení těchto cílů. (Krabec, 2009)

Objektivizovaná hodnota

Kognitivní zkreslení konkrétního znalce neumožňuje odhad objektivní hodnoty, proto byl v praxi zaveden pojem «objektivizovaná hodnota». Tato hodnota je založena na

všeobecně uznávaných datech, pracuje s objektivní představou o podniku a snaží se minimalizovat individuální obecná očekávání trhu nebo individuální očekávání odhadce.

Objektivizovaná hodnota je přezkoumatelná jinými subjekty, a to za předpokladu, že podnik nadále bude pokračovat v nezměněném konceptu v rámci realistických očekávání a tržních možností. (Mařík a kol., 2018)

1.2 Metody ocenění podniku

Rozlišujeme tři základní metody ocenění:

1.2.1 Výnosové metody

- Metoda DCF (diskontovaných peněžních toků)

Metoda DCF entity

Tato variace pracuje s volnými peněžními toky, které plynou jak vlastníkům, tak věřitelům, které podniku poskytují úročený cizí kapitál. Diskontní míra v tomto případě se rovná průměrným váženým nákladům kapitálu. Po diskontování FCFF z výsledné hodnoty je odečten úročený cizí kapitál.

Jelikož pro výnosové ocenění Internet Mall a.s. bude použita zejména metoda diskontovaných peněžních toků DCF entity, je níže podrobně popsán způsob výpočtu. Jedná se o nejrozšířenější metodou v oceňovací praxi jak v České republice, tak v zahraničí. DCF entity provádí výnosové ocenění aktiv podniku bez ohledu na jejich financování, nezaměřuje se pouze na vlastní kapitál, bere v potaz investice. (Kislingerová, 2001). Podnik bude oceňován jako celek, tj. budou ve výpočtu zohledněny peněžní toky jak pro vlastníky, tak pro věřitele. (Mařík a kol., 2011)

Pro výpočet finální hodnoty podniku je nutné vycházet z výpočtu volných peněžních toků do firmy, FCFF – free cash flow to firm, které lze vypočítat následovně:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)

+ odpisy

+ ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období

– investice do provozně nutného pracovního kapitálu

– investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

= volné peněžní toky do firmy (FCFF)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je výsledek hospodaření vytvořený hlavní činností podniku, očištěný o jednorázové položky, a to před rozdělením mezi věřitele a vlastníky. (Mařík a kol., 2011)

Volné peněžní toky do firmy zahrnují podíly na zisku a platby pro věřitele, tj. splátky úvěrů a nákladové úroky. (Mařík a kol., 2011)

Dále je nutné vypočítat diskontní míru, která je v tomto případě na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC.

Postup výpočtu je uveden níže:

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{ck} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{vk(z)}$$

,kde $n_{vk(z)}$ jsou náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení

n_{ck} náklady cizího kapitálu

d - sazba daně z příjmů

CK – cizí úročený capital (v tržní hodnotě)

VK – vlastní capital (v tržní hodnotě)

K – investovaný kapitál (cizí kapitál + vlastní kapitál)

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál lze použít model CAMP, který lze popsat následujícím vzorcem (Vochozka, Mulač a kol., 2012):

$$r_d = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

,kde r_m je tržní úroková míra

r_f je bezriziková úroková míra

β je koeficient, měřící systematická rizika podniku.

Pro přistoupení ke druhé fázi ocenění je nutné vypočítat pokračující hodnotu ve druhé fázi dle Gordonova vzorce:

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

Pokračující hodnotu vycházející z výnosového ocenění lze vypočítat pouze v případě, že $g < WACC_{T+1}$

Finální výpočet ocenění se pak dopočítá dle následujícího postupu:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

Výsledná hodnota stanoví hodnotu podniku za předpokladu pokračování v podnikání, a to z pohledu všech investorů poskytujících podniku explicitně zpoplatněný kapitál. (Mařík, 2018)

Metoda DCF equity

V tomto případě se přihlíží jen k volným peněžním tokům, které patří jen vlastníkům. Diskontní míra je také stanovena na úrovni WACC, ale při specifické úrovni zadluženosti. Výsledná hodnota vychází na netto hladinu, není po diskontování upravována.

Metoda DCF APV

Při použití této metody volné CF jsou vypočteny za předpokladu nulového zadlužení. Diskontní míra je také stanovena na úrovni WACC při nulovém zadlužení. Pro výpočet hodnoty se používá současná hodnota FCFF za předpokladu nulového zadlužení a pak současná hodnota budoucích daňových úspor. (Janiček, Marek a kol., 2013)

- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů pracuje na úrovni equity, tj. zohledňuje čisté zisky určené pro vlastníky. Diskontní míra je stanovena na úrovni WACC při konkrétním zadlužení.

V této skupině metod lze rozlišit například paušální metodu kapitalizovaných čistých výnosů, která zohledňuje pouze aktuální výnosový potenciál podniku a nepracuje s předpovědí budoucího rozvoje. Další variantou je analytická metoda, která je podobná jiným výnosovým metodám na úrovni equity.

- Metoda EVA (ekonomické přidané hodnoty)

Ekonomická přidaná hodnota je tvořena součtem čistých operačních aktiv (NOA) k datu ocenění a tržní přidané hodnoty, tj. současnou hodnotou budoucích ekonomických užitků.

Základem správné kalkulaci pro výpočet danou metodou jsou úpravy vstupních účetních výkazů, kde budou účetní data převedena na ekonomická. Většinou se jedná o převod majetkových položek na aktuální pořizovací hodnoty a doplnění chybějících v rozvaze aktiv.

Metoda EVA entity

V dané variantě se jedná o snížení čistého operačního zisku po dani o náklady kapitálu ve vztahu k financování čistých operačních aktiv.

Tato metoda bude v této práci použita jako dodatečná. Jelikož má podobné předpoklady výpočtu jako metoda DCF entity, výsledek by měl být obdobný.

Základní výpočet se provádí dle následujícího vzorce:

$$EVA = (RIK - WACC) * IK,$$

Kde:

RIK – rentabilita investovaného kapitálu

WACC - průměrné vážené náklady na kapitál

IK - investovaný kapitál

Rentabilitu investovaného kapitálu lze vypočítat následujícím způsobem:

$$RIK = \frac{KPVH_T}{INVESTOVANÝ KAPITÁL_{T-1}},$$

Kde:

KPVH_T – korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v daném roce.

Průměrné vážené náklady na kapitál se vypočítají dle stejného vzorce jako u metody DCF entity.

Metoda EVA equity

Výpočet na úrovni equity se provádí odečtením nákladů vlastního kapitálu, kterým jsou financována NOA od zisku pro vlastníky. (Vochozka, Mulač a kol., 2012)

1.2.2 Porovnávací metody

Pokud pro ocenění použijeme relevantní data o prodejích srovnatelných podniků nebo většinových vlastnických podílů na trhu, bude se jednat o použití porovnávací metody srovnatelných transakcí. Další variantou pak může být ocenění na základě srovnání podniků, kde se vychází z údajů o cenách akcií z kapitálového trhu. Existují i další varianty porovnávacích metod, například ocenění na základě tržní kapitalizace nebo základě ukazatelů burzy o podnicích.

Základem důvěryhodného výpočtu je správný výběr srovnatelného podniku. Velikost, odvětví, výnosnost, riziko, očekávaný růst by měly být opravdu podobné. Při nedostatku relevantních informací lze některé rysy nahradit pomocnými kritérii. (Mařík a kol., 2018)

1.2.3 Nákladové metody

Nákladové metody zohledňují zejména hodnoty jednotlivých majetkových položek podniku, proto se také nazývají majetkové metody. Princip spočívá v sečtení hodnot identifikovatelných majetkových položek s následujícím odečtením závazků. V této skupině také lze rozlišit několik různých variant ocenění, a to dle přístupu k ocenění majetkových položek:

- metoda likvidační hodnoty,
- metoda substanční hodnoty,
- metoda účetní hodnoty,
- metoda tržní hodnoty.

1.3 Proces oceňování podniku

1. Definování zadání

Zde se definují cíle ocenění v závislosti na termínu ocenění, identifikují se předměty a využití ocenění, definují se hodnoty. Tato fáze má bezprostřední vliv na výběr oceňovacího modelu.

2. Sestavení pracovního týmu

3. Sestavení harmonogramu

Ve druhé a třetí fázi se sestavuje časový harmonogram, stanovují se kompetence a postupy odborníků.

4. Sběr informací

V této fázi probíhá sběr vnitřních a vnějších dat podniku, který směřuje k provedení analýzy makroekonomického a mikroekonomického prostředí podniku. Úkolem je stanovení perspektiv a slabých stránek/hrozeb podniku.

5. Analýza informací

Jedná se o velice složitou a významnou fázi ocenění, kde se provádí finanční a strategická analýza vycházející ze shromážděných dat. V případě použití výnosové metody se zpracovává taktéž finanční plán (podnikatelský záměr).

6. Výběr metod

Na analýzu dat se navazuje výběr vhodných metod. Zde je nutné vybrat ty, které jsou považovány za důležité pro provedení ocenění a přitom neporušují objektivitu zjišťovaných skutečností.

7. Analýza ocenění

Zde je provedena aplikace zvolené metody pro daný podnik ve vazbě na účel ocenění.

8. Syntéza výsledků

V této fázi je stanovena hodnota podniku ke konkrétnímu datu.

9. Formulace závěru

Stanovení závěrečného výroku o hodnotě podniku, uvedení konkrétního data ocenění. (Mařík a kol., 2018)

1.4 Strategická analýza

Při oceňování podniku je nutné předem vyhodnotit výnosový potenciál podniku. Predikci vývoje můžeme udělat pomocí strategické analýzy, kde prozkoumáme jak makro okolí, tak i vnitřní prostředí podniku. Analýza makro okolí spočívá v podrobném vymezení vnějších okolností, které na výnosnost a chod podniků mohou mít podstatný vliv. Analýza mikro okolí se naopak soustředí na vnitřní uspořádání a běh podniku jako celku. Výstup z těchto dvou analýz je nutné systematizovat do jediné dimenze, zvykem je použití SWOT analýzy.

Analýza vnějšího a vnitřního potenciálu značně napomáhá při výpočtu předpokládaného vývoje. Dokáže ve strukturované formě zobrazit nejdůležitější aspekty, které na běh podniku mají bezprostřední vliv.

1.4.1 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí se zabývá zkoumáním vzdálených okolností, které mají bezprostřední vliv na chod podniku. Takové vlivy podnik nedokáže ovlivnit, musí se k nim přizpůsobovat a měl by být na ně předem připraven. Analýzu makroprostředí lze využít nejen pro účely oceňování podniku, ale i pro strategické plánování činnosti společnosti.

Na základě takového strategického auditu vedení podniku může vymezit potenciální rizika a hrozby, anebo naopak najít nové příležitosti a prostor na vylepšení. Ve výsledku by měl podnik vytvořit několik různých alternativ chování. Čím dynamičtější je odvětví, ve kterém se firma pohybuje, a čím proměnlivější jsou vnější podmínky, tím častěji je nutné analýzu makroprostředí provádět.

Existuje vícero nástrojů na vymezení vnějších vlivů, ale většinou se používá PEST neboli PESTLE analýza, která zohledňuje politický, ekonomický, sociální a technologický rámec. Rozšířená varianta PESTLE navíc zahrnuje legislativní a ekologické vlivy. V případě potřeby je možné využít adjustované varianty PEST analýzy, například SLEPT nebo STEEPLE-analýzu, kde se navíc zohledňují nejen legislativní, ale i etické aspekty okolí.

PEST analýza

Jedná se o strategické zkoumání vzdálených okolností, které zohledňuje politicko-právní, ekonomické, sociálně-kulturní a technologický rámec vnějšího prostředí a aspektů, které ovlivňují nebo budou ovlivňovat podnik. PEST analýza se zobrazuje ve formě matice, která je rozdělená do uspořádaných skupin. Každé složce je následně přidělena odhadnutá ovlivňující síla a váha. Výsledkem PEST analýzy je posouzení vnější situace v příslušném odvětví a dané obchodní činnosti.

Každá složka strategické matice je věnována konkrétní oblasti vnějšího okolí. Politická složka se soustředí na mocenské a politické orgány, které přímo určuje, v jakých podmínkách podnik bude fungovat a jakými způsoby bude dosahovat svých cílů. Jedná se o státní dotace, daňové úlevy, cla, cenové politiky, mezinárodní obchodní smlouvy, kvóty atd. Ekonomická složka je zčásti závislá na složce politické, odráží především potenciální rozložení státního rozpočtu, úrokové míry, míru inflace, měnové kurzy atd. Technologická složka určuje trendy v technologickém pokroku, které jsou častou příčinou náhlého rozvoje anebo úpadku podniku. Sociální neboli demografická složka odráží poptávku, společenskou náladu a spotřebitelské preference, které také mají značný vliv na chod podniku. Sem lze zařadit míru nezaměstnanosti, růst populace, průměrnou délku života, životní úroveň atd. (Sedláčková, 2000)

Existují odvětví, kde značný význam hrají i další faktory, například legislativní aspekty. Změny v zákonech a mezinárodních smlouvách, sankce a striktní požadavky na certifikaci zboží mohou mít velmi silné dopady na profitabilitu společnosti. Změna legislativy se může týkat i ekologických norem, které jsou určeny k dosažení

dlouhodobě udržitelných procesů ve výrobě. Na tyto ekologické aspekty v 21. století, kdy na životní prostředí je kladen velký důraz, nesmíme zapomenout.

1.4.2 Analýza mikroprostředí

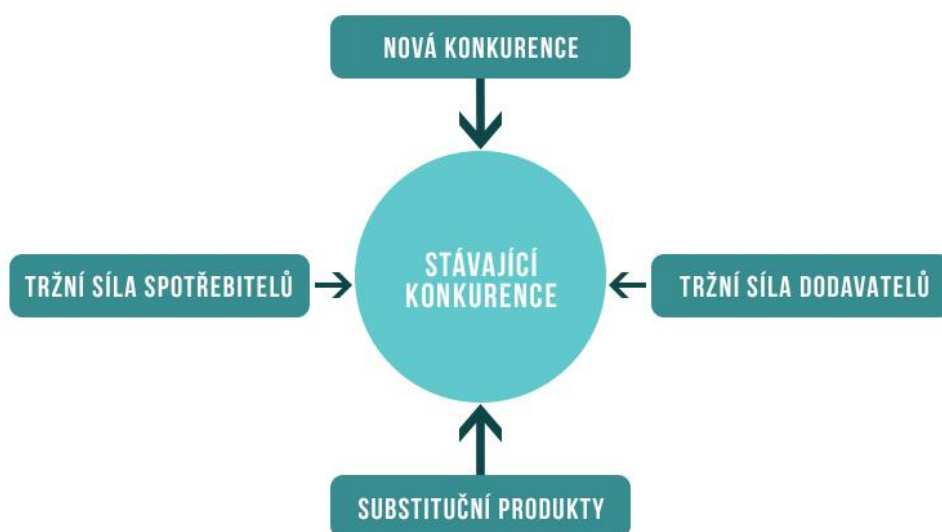
Analýza mikroprostředí se naopak soustředí na vnitřní uspořádání podniku a konkrétní odvětví. Interní procesy a jejich chod podnik zřejmě ovlivnit může, na řízení vlivů plynoucích z odvětví většinou podnik ale nemá dostatečnou sílu. Audit mikroprostředí spočívá v důkladném vyhodnocení konkurenční síly podniku, která určuje jak postavení podniku, tak i rozměr tržního podílu a cenových podmínek. Nejvíce rozšířenou metodou této analýzy je Porterova analýza pěti sil.

Model pěti sil je nutné používat na mikroekonomické úrovni, kde cílem je určení postavení dané společnosti v konkrétním průmyslu jako celku. Model nelze použít na určitou odvětvovou skupinu anebo část odvětví. Společnost, která podniká v jednom odvětví, by měla pro toto odvětví vyvinout alespoň jednu „Porter Five Power Analysis“. Podnik, který působí ve vícero odvětvích by měl vytvořit odvětvovou analýzu pěti sil pro každé odvětví a následně přidělit každému odvětví příslušnou váhu.

Porter five forces analysis

Porterova analýza pěti sil zahrnuje následující aspekty odvětví (Porter, 2008):

- analýza stávající konkurence,
- analýza hrozby nové konkurence,
- analýza tržní síly dodavatelů,
- analýza tržní síly spotřebitelů,
- analýza substitučních produktů.



Zdroj: (Porter, 2008), vlastní zpracování

Obr. 1 Porterova analýza pěti sil

Analýza stávající konkurence

V každém odvětví se podniky usilují o dosažení konkurenční výhody. Zde se může jednat jak o cenově přijatelnou nabídku (nákladový typ konkurenční výhody), tak i o vyšší kvalitu zboží nebo služeb, a to včetně logistického a zákaznického servisu (diferenciální typ konkurenční výhody). Ve snaze získat konkurenční výhody podniky využívají různé nástroje: zavedení nových výrobků a služeb, zlepšení zákaznického servisu, urychlení logistického systému, marketingové a PR kampaně, cenové bitvy atd. Je zřejmé, že čím více je v konkrétním odvětví firem, tím intenzivnější bude snaha o získání konkurenční výhody.

Analýza nové konkurence

Při hodnocení konkurence je nutné brát v potaz nejen stávající, ale i potenciální konkurenci. Potenciálním konkurentem se může stát jak stávající podnik z jiného odvětví, tak i zcela nový podnik, který do odvětví nečekaně vstoupí. Čím atraktivnější je dané odvětví a čím jednodušší je vstup do něj, tím větší je riziko, že se nová konkurence objeví.

Analýza tržní síly dodavatelů

Bez ohledu na to, čím se podnik zabývá, vždy potřebuje vnější zdroje. Mohou to být jak materiály a výrobové komponenty, tak i lidský kapitál v podobě pracovní síly. Závislost na těchto zdrojích je nevynutitelná, je ale důležité, o jak silnou závislost se může jednat. Lze říct, že dodavatel má velký vliv, pokud je na trhu malé množství podobných dodavatelů, pokud jsou dodavatelé těžce nahraditelní nebo nejsou samostatní (vzájemně závislí na jiných dodavatelích). V případě, že porušení vztahů s dodavatelem hrozí zastavením chodu firmy, je nutné obzvlášť důkladně zvážit sílu svých dodavatelů a vymyslet si náhradní alternativu chování.

Analýza tržní síly spotřebitelů

Vliv spotřebitelů se může projevovat různě, způsob ovlivňování záleží na rozličných aspektech, například na počtu a diferencovanosti spotřebitelů, na jejich příjmech, preferencích a požadavcích, potenciálu. Pokud na trhu bude velký počet homogenních zákazníků, mohou tito spotřebitelé mít velký vliv na cenu i kvalitu výrobků. Pokud odběratelů bude dostatek, ale většinu výrobků a služeb bude kupovat jenom malá část

spotřebitelů, velkou sílu bude mít právě tato skupina zákazníků. Pokud budou mít cíloví zákazníci nízkou životní úroveň a nízké příjmy (vzhledem k věkové skupině nebo povolání), mohou firmu zničit svým odchodem při zvýšení cen. Zákazníci jsou klíčovým elementem v byznysu, právě proto mohou mít rozhodující vliv na chod firmy.

Analýza substitučních produktů

Jakýkoliv výrobek nebo služba, který může zákazníkovi nahradit náš produkt, tvoří vážnou hrozbu pro analyzovanou firmu. Obdobné výrobky, které plní stejnou funkci a přitom jsou levnější či kvalitnější, přebírají konkurenční výhodu u daného podniku. Je nutné zmínit, že v tomto kontextu je nutné neustále sledovat nejen stávající trh a novinky i inovace konkurentů, ale i vedlejší odvětví v daném kontextu. Existuje celá řada výrobků a služeb, které mohou být vzájemně nahrazeny, ale přitom nejsou z jednoho odvětví. (Dvořáček, 2012)

SWOT analýza

Po provedení analýzy makroprostředí a mikroprostředí je nutné výsledky systematizovat do jednotného výstupu. Jednou z nejrozšířenějších variant je syntéza do SWOT analýzy, která je představena jednoduchou tabulkou o čtyřech kvadrantech ve dvou úrovních: první úroveň představuje vnitřní faktory, druhá úroveň faktory vnější. Vnitřní faktory se následně dělí na silné a slabé stránky, vnější faktory na příležitosti a hrozby.

(Alvord, 2012)

Vymezení slabých stránek umožní podniku jasně identifikovat svá problematická místa a nalézt způsob jejich vylepšení. Zkoumání hrozeb pomůže managementu připravit se na nežádoucí situace a v budoucnu předem vymyslet variabilní strategický plán. Vymezení silných stránek ukáže podniku, co přesně dělá správně, jaké má konkurenční výhody a jakých příležitostí může v budoucnu využít. (Grasseová, 2012)

1.5 Finanční analýza

Finanční analýza je určena k prověření finančního zdraví podniku, zjištění jeho slabých a silných míst a vytvoření základu pro ocenění. Dle Knápkové (2010) je finanční analýza klasickým a osvědčeným nástrojem k hodnocení finanční situace podniku. Výsledky finanční analýzy lze využít k hodnocení jak minulého, tak budoucího vývoje, reálnosti naplnění budoucích cílů podniku a odhalování trendů a souvislostí.

Pro ocenění podniku se nejčastěji využívají následující finanční výkazy:

Rozvaha

- zobrazuje statický pohled na finanční situaci podniku (stav majetku a zdrojů financování podniku k určitému datu). Je vnitřně členěna pro potřeby hodnocení likvidity a finanční situace podniku. Použitý kapitál má odpovídat stupni likvidity jednotlivých forem majetku.

Výkaz zisku a ztrát

- písemný přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období.

Kvalitnější analýzu výnosnosti a finančních poměrů přináší výkaz toku peněžní hotovosti.

Tok peněžní hotovosti za minulé období

- informuje o příjmech a výdajích peněžních prostředků, určuje zdroje a užití peněžních prostředků.

Cash Flow rozdělujeme do tří základních částí:

- CF provozní (vnitřní finanční potenciál firmy),
- CF investiční (hodnocení úrovně využívání peněžních toků),
- CF finanční (sledování pohybu dlouhodobého kapitálu).

Pokud se výsledek hospodaření z provozní činnosti rovná zisku a provozní CF je přitom kladný, jde o nejlepší variantu pro podnik, kde jde o vhodné hospodaření s finančními prostředky. V případě, že je záporný, jde o problémy se zajištěním finančních prostředků. Nejhorší varianta tedy nastává, když výsledek hospodaření z provozní činnosti se rovná ztrátě a CF z provozní činnosti je záporný.

1.5.1 Účetní výkazy pro zpracování finanční analýzy

Oceňovaný podnik vede účetnictví dle českých účetních standardů, což znamená, že účtuje podle vyhlášky č. 500/2002 Sb. ve znění pozdějších předpisů. Vyhláškou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Zákon o účetnictví stanoví rozsah vedení účetnictví, například vymezuje způsob vedení účetnictví, dobu vedení účetnictví, povinnosti a odpovědnost při jeho vedení, možnost a povinnost použití Mezinárodních standardů, povinnost a způsoby oceňování majetku a závazků atd.

Účetní závěrka se sestavuje k rozvahovému dni a je tvořena následujícími výkazy:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztráty,
- příloha.

Součástí účetní závěrky může být výkaz peněžních toků a přehled o změnách vlastního kapitálu. Podniky s povinností auditu sestavují výroční zprávu. Účetní závěrka a výroční zpráva jsou veřejně dostupné, ukládají v obchodním rejstříku.

1.5.2 Metody finanční analýzy

Pro účely této diplomové práce bude použita horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty (absolutní a relevantní změny ročních ukazatelů), vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty (relevantní změny ročních ukazatelů), následně bude proveden kompletní výpočet základních poměrových ukazatelů rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti. Dále budou analyzována teoretická východiska pro vypracování každé části.

Horizontální analýza

Pomocí výpočtu horizontální analýzy dokážeme vizuálně zachytit, analyzovat a predikovat vývoj jednotlivých položek účetních výkazů jak v krátkém (období jednoho roku), tak v delším období (5–10 let). Horizontální analýzu lze vypočítat jak v absolutním vyjádření (konkrétní výše změny vůči poslednímu roku), tak v relativní variantě (výše změny v procentuálním vyjádření).

Účelem této analýzy je znázornění vývoje, příprava podkladů pro analýzu změn, porovnání dynamiky jednotlivých ukazatelů mezi sebou, vynález souvislostí a trendu pro případnou projekci budoucího vývoje.

Obecný výpočet lze provést následovně:

$$\text{Položka horizontální analýzy} = \left(\frac{\text{Hodnota v položce za období } T}{\text{Hodnota ve stejné položce za období } T - 1} \right) - 1$$

Vertikální analýza

Podstata vertikální analýzy spočívá ve vyjádření procentuálního podílu jednotlivých složek účetních výkazů na celkové sumě těchto položek. Pokud se jedná o tvorbu vertikální analýzy rozvahy, nejčastěji vztahujeme jednotlivé položky k celkovým aktivům či pasivům. Například lze vypočítat, jaký podíl na aktivech tvoří dlouhodobý majetek atd. V případě analýzy výkazu zisku a ztráty vztahujeme dílčí položky na celkové tržby.

Účelem vertikální analýzy je znázornění nejvýznamnějších položek, identifikace klíčových zdrojů, vertikální porovnání jednotlivých položek mezi sebou, vymezení položek, které jsou pro účely ocenění zanedbatelné. (Knapkova a kol., 2017)

$$\text{Položka vertikální analýzy} = \left(\frac{\text{Hodnota v dílčí položce za období T}}{\text{Výše tržeb za období T}} \right) * 100$$

1.5.3 Poměrové ukazatele

Pro běžné hodnocení finančního zdraví podniku lze využít základních poměrových ukazatelů, které lze klasifikovat do čtyř základních skupin: ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele zadluženosti. Každá skupina ukazatelů se zaměřuje na různé dimenze finančního zdraví podniku a člení se na další ukazatele.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou jedněmi z nejdůležitějších ukazatelů finanční analýzy, jelikož ukazují schopnost podniku generovat zisky. Pro kompletní výhled na finanční situaci podniku je nutné vypočítat několik druhů ukazatelů rentability. Podstata výpočtu u všech kategorií je stejná, jedná se o podíl konkrétního výnosu k odpovídajícímu investovanému kapitálu.

Rentabilita aktiv (ROA)

Rentabilitu aktiv lze vyjádřit jako podíl mezi čistým ziskem po zdanění a celkovou sumou aktiv. Výpočet lze provést následovně:

$$ROA = \frac{EAT}{Aktiva}$$

Pokud místo čistého zisku po zdanění využijeme zisk před úroky a zdaněním, dostaneme odlišný ukazatel – produkční sílu aktiv. Pomocí produkční síly aktiv je

možné očistit běžnou rentabilitu aktiv od vlivu zdanění a různých druhů financování. Výpočet lze provést následovně:

$$ROA_{PSA} = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

V rámci ocenění bude použit základní Du Pontův rozklad rentability aktiv, který můžeme znázornit následujícím způsobem:

$$ROA = \frac{EAT}{Tržby} * \frac{Tržby}{Aktiva}$$

Z výše uvedeného vzorce vyplývá, že tento rozklad předpokládá rozdělení rentability aktiv na součin obratu celkových aktiv ($\frac{Tržby}{Aktiva}$) a ziskové marže neboli rentability tržeb ($\frac{EAT}{Tržby}$).

V případě ukazatelů ROA je dobré analyzovat vývoj v čase a porovnat ukazatel s výsledky minulých let. Obecně lze říct, že ROA by měla být vyšší než 5 %, ale neexistuje zde fixní hodnota.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Rentabilitu vlastního kapitálu lze vyjádřit jako podíl mezi ziskem po zdanění a vlastním kapitálem. Tento ukazatel nám vyjadřuje, jaké zisky vygeneruje kapitál vložený vlastníky, což je důležitým údajem nejen pro účely ocenění, ale i pro případné investory.

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní kapitál}$$

V rámci ocenění bude použit základní Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu. Rentabilita vlastního kapitálu bude vyjádřena jako součin obratu celkových aktiv ($\frac{Tržby}{Aktiva}$), ziskové marže neboli ROS ($\frac{EAT}{Tržby}$) a finanční páky ($\frac{Aktiva}{Vlastní kapitál}$). Výpočet můžeme znázornit následujícím způsobem:

$$ROE = \frac{EAT}{Tržby} * \frac{Tržby}{Aktiva} * \frac{Aktiva}{Vlastní kapitál}$$

Finanční páka je ukazatelem zadluženosti, který bude podrobněji popsán níže.

Ukazatel ROE se může rovnat ukazatelů ROCE, v případě, že podnik je financován výhradně vlastním kapitálem. Fixní doporučená hodnota pro tento ukazatel neexistuje, liší se dle odvětví a celkového vývoje ekonomiky. Obecně lze říct, že v stabilní ekonomické situaci musí být větší než 10–12 %.

Rentabilita tržeb (ROS)

Rentabilita tržeb ukazuje, jak se čistý zisk po zdanění podílí na celkových tržbách. Obecně lze říct, že se jedná o vyjádření obchodní marži. Výpočet ukazatele je následovný:

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby}$$

Tento ukazatel lze využít pro analýzu vnitropodnikových procesů, pokles ROS může svědčit o zvyšování nákladů, růst ukazatele o snižování nákladů.

Rentabilita dlouhodobého kapitálu (ROCE)

Rentabilita dlouhodobého kapitálu představuje podíl čistého zisku po zdanění a dlouhodobého kapitálu. Dlouhodobý kapitál získáme součtem vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků.

$$ROCE = \frac{EAT}{Vlastní kapitál + Dlouhodobé závazky} = \frac{EAT}{Dlouhodobý kapitál}$$

Obecně lze říct, že ideálně výsledná hodnota by měla být alespoň dvakrát vyšší než náklady kapitálu (úroková sazba) a měla by být vyšší než WACC.

Ukazatele aktivity

V případě ukazatelů aktivity jde o schopnost podniku efektivně podnikat se svými aktivy. Pokud s menším počtem aktiv podnik dokáže vygenerovat vyšší ukazatele aktivity, znamená to, že hospodaří se zdroji efektivně.

Obrat aktiv

Obrat aktiv je představen podílem tržeb na celkových aktivech. Výsledná hodnota ve dnech ukazuje, kolik podniku bude trvat plná realizace vybrané položky.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$$

Neexistuje fixní doporučená hodnota obratu aktiv, ale obecně lze říct, že čím vyšší hodnoty ukazatel dosahuje, tím lépe. Pokud při porovnání s výsledky minulých let je patrný klesající trend, je možné, že podnik nedostatečně využívá výrobní kapacity, případně drží nadbytečné množství DHM.

Obrat zásob

Obrat zásob je představen podílem tržeb na celkových zásobách. Výsledná hodnota ve dnech ukazuje, kolik dní podniku bude trvat plný prodej svých zásob. Čím rychleji podnik zrealizuje své zásoby, tím větších úspor na manipulaci a skladování může dosáhnout.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

Doba obratu aktiv

Doba obratu aktiv je představena podílem celkových aktiv na průměrných denních tržbách. Čím nižší je výsledná hodnota doby obratu aktiv, tím efektivněji podnik hospodaří se svými aktivy.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Tržby}/365}$$

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob je představena podílem celkových zásob na průměrných denních tržbách. Čím nižší je výsledná hodnota doby obratu zásob, tím rychleji podnik umí zrealizovat své skladové zásoby a tím větších úspor na skladování může dosáhnout. Při ocenění doby obratu zásob je nutné brát ohled na druh zboží, se kterým podnik hospodaří. V případě netrvanlivého zboží bude nezbytné zohlednit trvanlivostní lhůty zboží. Pokud doba obratu zásob přesáhne lhůty pro spotřebu, přijde podnik o část svých zásob. Při příliš nízkých hodnotách naopak vstupuje riziko nedostatku zboží na skladě a sankcí od odběratelů za nečasné dodání.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/365}$$

Fixní doporučená hodnota pro dobu obratu zásob neexistuje, obecně čím nižší doba obratu zásob, tím lépe.

Doba obratu krátkodobých závazků

Doba obratu krátkodobých závazků je výsledkem poměru mezi krátkodobými závazky a denními tržbami. Čím nižší je tato doba obratu, tím pohotověji podnik splácí své krátkodobé závazky.

$$Doba\ obratu\ krátkodobých\ závazků = \frac{Krátkodobé\ závazky}{Tržby/365}$$

Čím vyšší hodnoty bude vykazovat podnik, tím je to lepší. Důležité ale je, že s příliš vysokými hodnotami může být spojeno riziko zhoršení vztahů s dodavateli, ukončení dodávek.

Doba obratu pohledávek

Doba obratu pohledávek ukazuje, jak rychle podnik dokáže zpeněžit své pohledávky. Tento ukazatel je tvořen podílem pohledávek na denních tržbách. Čím nižší je tato hodnota, tím rychleji podnik dokáže získat své pohledávky a tím větší šance, že včas splatí i své závazky.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{Pohledávky}{Tržby/365}$$

Čím nižší budou výsledné hodnoty, tím je to lepší. Nízká hodnota svědčí o důvěryhodných klientech, efektivním vymáhání pohledávek. Vyšší hodnoty mohou být interpretovány opačně, ale mohou být způsobeny poskytnutím delší splatnosti zákazníkům za účelem získání konkurenční výhody. (Mařík a kol., 2018)

Ukazatele likvidity

Běžná likvidita

Běžná likvidita udává informace o schopnosti podniku rychle splatit všechny krátkodobé závazky. Svědčí o tom, jestli oběžná aktiva kryjí krátkodobé závazky podniku.

$$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{Krátkodobé\ závazky}$$

Doporučená hodnota pro běžnou likviditu se pohybuje od 1,5 do 2,5. Zjevně problematickým výsledkem může být hodnota menší než 1. V tomto případě je podnik nucen splácet krátkodobé závazky z dlouhodobých zdrojů. (Růčkova, 2015)

Pohotová likvidita

Pokud z oběžných aktiv odečteme zásoby jako nejméně likvidní část oběžných aktiv, obdržíme přesnější ukazatel v podobě pohotové likvidity. Tento ukazatel má větší vypovídací schopnost, jelikož vylučuje riziko nevčasného zpeněžení zásob. Ukazatel svědčí, jestli podnik dokáže pokrýt své závazky ve velmi krátkém časovém úseku (ve kterém pravděpodobně nestihne zpeněžit své zásoby).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Pro pohotovou likviditu doporučena hodnota je v rozmezí 0,7–1,2.

Hotovostní likvidita

Hotovostní likvidita se váže na výši aktiv v podobě peněžních prostředků, jimiž podnik v daný okamžik disponuje. Jinak řečeno, ukazuje, jakou část svých krátkodobých závazků dokáže podnik okamžitě uhradit pomocí těch peněžních prostředků, které momentálně drží.

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Doporučená hodnota pro hotovostní likviditu se pohybuje mezi hodnotami 0,2 až 0,5.

Ukazatele zadluženosti

Equity Ratio

Equity Ratio ukazuje, z jaké části jsou aktiva financována vlastním kapitálem.

$$\text{Equity Ratio} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

V kombinaci s dalším ukazatelem celkové zadluženosti se musí rovnat 1.

$$1 - \text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

Je nutné, aby výsledná hodnota byla menší než 50 %, ale je nutné spíše pozorovat vývoj ukazatele v čase. (Knapkova a kol., 2017)

Debt ratio

Debt Ratio ukazuje, z jaké části jsou aktiva financována cizím kapitálem.

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

Pomocí koeficientu samofinancování se dá vypočíst ukazatel celkové zadluženosti 1 (100 %). Je nutné, aby výsledná hodnota byla menší než 50 %, ale je nutné pozorovat vývoj ukazatele v čase.

$$1 - \text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

Debt equity ratio

Z názvu plyne, že se jedná o kombinaci dvou předchozích ukazatelů. Debt equity ratio je vyjádřen podílem cizího a vlastního kapitálu.

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Pokud výsledek přesáhne hodnotu 1,5, jedná se o vysoký stupeň zadluženosti. V případě, že cizí kapitál bude vyšší než vlastní, výsledek bude větší než 1. V opačném případě bude výsledná hodnota menší než 1.

Úrokové krytí

Úrokové krytí vyjadřuje schopnost podniku pokrýt nákladové úroky pomocí zisku před zdaněním a úroky, které mu plynou z využití cizích zdrojů. Čím je tento ukazatel vyšší, tím je tato schopnost platit lepší.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

Optimum pro úrokové krytí se nachází nad hodnotou 3, ideálně však musí být větší než 7.

Stupeň krytí stálých aktiv neboli Ukazatel překapitalizace / podkapitalizace

Stupeň krytí stálých aktiv ukazuje, jak velká část stálých aktiv je financována dlouhodobým kapitálem, proto je vyjádření podílem dlouhodobého kapitálu a stálých aktiv. Tento ukazatel by měl vykazovat hodnoty nad 1. Přiměřené odchylky ve větších hodnotách svědčí o dofinancování aktiv z dlouhodobých zdrojů.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{Stalá aktiva}}$$

Výsledná hodnota by měla být větší než 1, ale i zde neexistuje fixní optimum. Pokud je ukazatel větší než 1, jedná se o překapitalizaci, kde podnik kryje dlouhodobými zdroji

i oběžný majetek. V opačném případě se jedná o podkapitalizaci, kde firma pokrývá stálá aktiva jak dlouhodobými, tak krátkodobými zdroji.

Zlatá pravidla financování

Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo hlásí, že dlouhodobý kapitál musí být větší než stálá aktiva. Toto tvrzení předpokládá, že stálá aktiva musí být 100% financována dlouhodobým kapitálem.

$$\frac{\text{Dlouhodobý kapitál}}{\text{Stálá aktiva}} \geq 1$$

Zlaté pravidlo vyrovnávání rizik

Zlaté pravidla vyrovnávání rizik hlásí, že podnikání by mělo být co nejvíce financováno z vlastních zdrojů.

$$\frac{\text{Vlastní zdroje}}{\text{Cizí zdroje}} \geq 1$$

Zlaté pari pravidlo

Zlaté pari pravidlo hlásí, že všechna stálá aktiva musí být 100% financována z vlastních zdrojů.

$$\frac{\text{Vlastní zdroje}}{\text{Stálá aktiva}} \geq 1$$

Bonitní modely

Index bonity

Jako doplňující výpočet pro finanční hodnocení lze využít bonitní model, který umožní vytvořit ucelený pohled na podnik a dodatečně vyhodnotit jeho platební schopnost. Tato analýza využívá šesti různých ukazatelů, jimž je přidělena určitá váha ve výpočtu. Součet součinu jednotlivých ukazatelů a jejich vah tvoří tzv. index bonity, který lze popsat pomocí následující rovnice:

$$B_1 = 1,5 x_1 + 0,08x_2 + 10 x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1 x_6 ,$$

$$\text{kde } x_1 = \frac{\text{Pěněžní toky}}{\text{Cizí zdroje}} \text{ (váha se rovná 1,5)}$$

$$x_2 = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} \text{ (váha se rovná 0,08)}$$

$$x_3 = \frac{\text{Zisk před zdaněním}}{\text{Aktiva}} \text{ (váha se rovná 10)}$$

$$x_4 = \frac{\text{Zisk před zdaněním}}{\text{Celkové výkony}} \text{ (váha se rovná 5)}$$

$$x_5 = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Celkové výkony}} \text{ (váha se rovná 0,3)}$$

$$x_6 = \frac{\text{Celkové výkony}}{\text{Aktiva}} \text{ (váha se rovná 0,1)}$$

Výslednou hodnotu indexu bonity vyhodnotíme při závěrečném hodnocení podniku dle následujících tvrzení:

- 2 body a více: velmi dobrý podnik,
- 1 bod: přechodová oblast,
- 0 bodu a méně: špatný podnik, ohrožen insolvencí.

Podnik můžeme považovat za extrémně úspěšný, pokud index bonity bude vykazovat hodnotu vyšší než 3. Pokud výsledek bude záporný a menší než –3, jedná se o velice neúspěšný podnik.

Jelikož bonitní metody využívají hodnocení pouze pomocí jednoho ukazatele, mají omezenou vypovídací schopnost.

Králičkův Quick Test

Dalším pomocným výpočtem je Králičkův Quick Test, který obsahuje čtyři ukazatele, které jsou co nejméně ovlivněny. Tento model můžeme využít pro identifikaci stávající a předpovídání budoucí situace hodnoceného podniku. Stejně jako v předchozím modelu provádíme hodnocení bodově dle stupnice ve závěrečném hodnocení. Výsledky by měly být v rozmezí od 0 do 4. (Kislingerová, Hnilica, 2008)

Tab. 1 Bodové hodnocení dle Kralíčková Quick Testu

	Ukazatel	Název	Konstrukce	Vyhodnocení	Body
Finanční stabilita	R1	Kvóta VK	VK/Aktiva	0,3 a více	4
				0,2 - 0,3	3
				0,1 - 0,2	2
				0 - 0,1	1
				0 a méně	0
	R2	Doba splacení dluhu	(Dluhy – Peněžní prostředky)/ Provozní CF	3 a méně	4
				3 až 5	3
				5 až 12	2
				12 až 30	1
				30 a více	0
Výnosová tendence	R3	Rentabilita CK	Zisk před zdaněním / Aktiva	0,15 a více	4
				0,12 - 0,15	3
				0,08 - 0,12	2
				0 - 0,08	1
				0 a méně	0
	R4	Finanční výkonnost	Provozní CF / Provozní zisk	0,1 a více	4
				0,08 - 0,1	3
				0,05 - 0,08	2
				0 - 0,05	1
				0 a méně	0

Zdroj: (Kislingerová, Hnilica, 2008), vlastní zpracování

Podnik je nutné postupně ohodnotit dle výše uvedených postupu a následně zprůměrovat hodnoty za danou oblast. Výsledek z výpočtu je nutné vyhodnotit při závěrečném hodnocení podniku dle následujících tvrzení:

- 3 body a více: velmi dobrý podnik,
- 1–2 body: přechodová oblast,
- 1 bod a méně: špatný podnik.

Podnik můžeme považovat za extrémně úspěšný, pokud bude vykazovat hodnotu vyšší než 3. Pokud výsledek naopak menší než 1 nebo bude se blížit 0, jedná se o velice neúspěšný podnik.

2 Praktická část

Důkladná analýza samotného podniku, odvětví, vnějšího a vnitřního prostředí slabých a silných stránek je nedílnou součástí procesu ocenění. Analytická část se bude skládat ze strategické a finanční analýzy, které budou provedeny na základě teoretických východisek z úvodní části práce.

2.1 Charakteristika společnosti

Společnost Internet Mall, a.s. (dříve bilezbozi.cz, s.r.o.) působí na českém trhu od roku 2000. Zakladatelé podniku si přáli změnit stávající způsob internetového nakupování elektroniky z tzv. katalogového prodeje na plnohodnotný nákupní proces, jehož nedílnou součástí budou kvalitní informace o výrobcích a kompetentní zákaznický servis.

Internetový obchod www.bilezbozi.cz byl prvním e-shopem, který nabízel vestavné domácí spotřebiče. Po úspěšném prvním prodeje ledničky se podnik postupně rozrůstal do poměrně velkého obchodu. V prvním roce podnikání tržby činily téměř 900 tisíc Kč.

V následujícím roce firma masivně investovala do infrastruktury, logistiky, rozšíření sortimentu a zákaznických služeb. Koncepce se začala přeměňovat na expertní nákupní galerii, byl zahájen provoz dalších obchodů. Do společnosti vstoupil nový partner, Eduard Míka.

Od roku 2005 bylo vidět náhlé rozšíření obchodního řetězce, společnost vstoupila na zahraniční trhy s novými obchody: na Slovensko, do Maďarska, Polska a Německa.

V roce 2008 americká společnost Intel vstoupila v roli investorů, poté v Nizozemí vznikla holdingová společnost Netretail Holding, B.V., která zastřešovala a řídila všechny národní pobočky.

Cílem společnosti byla garance co nejrychlejšího doručení objednávek, což vyžadovalo umístění veškerých zásob podniku na vlastním skladě k okamžitému odesílání. Již v roce 2009 bylo otevřené vysoce moderní a automatizované logistické centrum a nová prodejna v Praze. V stejném roce bylo všech 22 dosavadních obchodů sloučeno pod značku MALL.CZ.

V dalším roce došlo k jednomu z nejdůležitějších strategických rozhodnutí, dosavadní vrcholový management byl téměř kompletně obměněn, do vedení holding nastoupili

špičkoví manažeři. Společnost stále pokračuje v masivních investicích do nových technologií a logistiky.

V roce 2011 byla německá pobočka MALLu uzavřena, společnost se rozhodla soustředit se pouze na trhy střední a východní Evropy. Následně byla uskutečněna velká zahraniční akvizice, holding vstoupil na trhy bývalé Jugoslávie. Byl nakoupen minoritní podíl ve slovinské společnosti za tři miliony eur a otevřeno několik nových poboček pro osobní odběry zboží.

Od léta 2012 je společnost součástí skupiny MIH Allegro. V zimě stejného roku MALL uskutečňuje nejvyšší investici na slovinském online trhu, nakupuje největší slovinský internetový obchod Mimovrste. Sortiment e-shopu se stále rozšiřuje, nové druhy zboží jsou poprvé nabízeny přes tzv. partnerský prodej. Společnost stále investuje do technologií a marketingu, vytváří mobilní verzi internetových stránek a jako první z e-shopů zavádí věrnostní program.

V roce 2014 se společnost věnovala rozšiřování sortimentu přes partnerský prodej. Díky nestálému úsilí byl sortiment navýšen z 95 000 na 140 000 druhů zboží. Holding stále investuje do nových poboček, logistických center a výdejních míst. Neustále rozvíjí marketingové nástroje, poprvé spouští televizní reklamu a zahajuje největší reklamní kampaň v historii obchodu. Společnost buduje nejlepší podmínky pro své zákazníky: šedesátidenní lhůty na vrácení zboží, dopravu zdarma atd.

V roce 2016 vznikla sloučením velkého množství e-shopů skupina MALL GROUP, která se stala největší e-commerce skupinou ve střední a východní Evropě. CEO skupiny se stává Jakub Havrlant, který tak po 16 letech střídá Ondřeje Fryce (Webové stránky obchodu Mall, 2020)

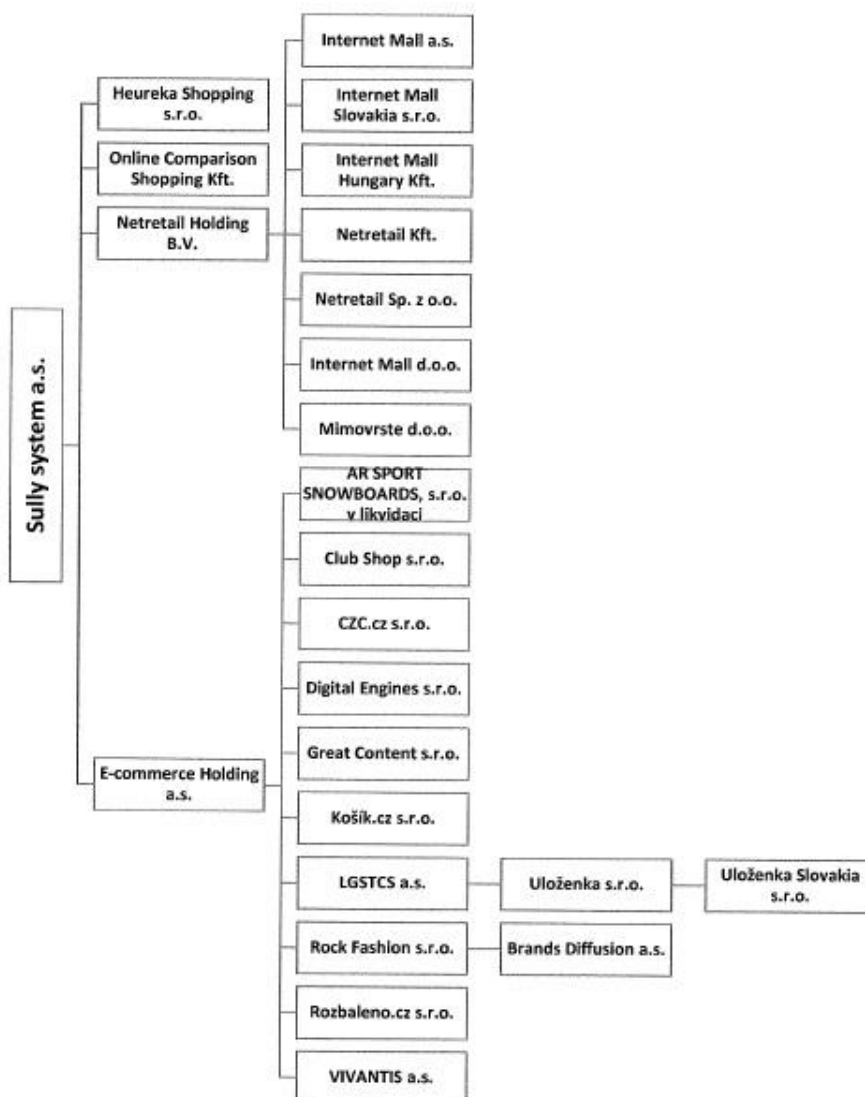
V roce 2018 společnost oslavila 17. výročí své existence na českém trhu a dosáhla obratu 8 mld. Kč. Internet Mall a.s. je součástí skupiny Mall Group, která spolu se zahraničními pobočkami a dalšími subjekty (CZC.cz, Vivantis.cz, Uloženka.cz a další) vytváří novou významnou skupinu ve střední Evropě.

V rámci strategie dlouhodobě udržitelného růstu se společnost zaměřila na propagaci značky, rozšiřování sortimentu. Na jaře 2018 se Internet Mall a.s. stal provozovatelem e-shopů bigbrands.cz a Prodeti.cz. S ohledem na hloubku sortimentu, nárůst obratu a napojení zahraničních sester na centrální sklad společnost znovu masivně investovala do navýšení logistické kapacity. Stávající sklad byl značně rozšířen

a technicky vybaven tak, aby bylo možné odbavení 75 000 balíčků denně. Jedná se o největší investici v oblasti logistiky a e-commerce v České republice.

Mezi hlavní sortiment obchodu patří: bílé zboží, malé domácí spotřebiče, elektronika, foto, PC a kancelář, mobily a GPS, sportovní a outdoorové potřeby, potřeby pro dům a zahradu, chovatelské potřeby, lifestyle, potřeby pro děti, hračka a móda.

Cílem managementu společnosti pro následující tři roky je být největší internetovou nákupní galerií v České republice s širokou distribuční a pobočkovou sítí.



Zdroj: (Výroční zpráva Internet Mall a.s. 2018)

Obr. 2 Struktura vztahů ve skupině k 31.03.2018

Obchodní údaje

Datum zápisu: 13. října 2000

Spisovná značka: B 8501 vedená u Městského soudu v Praze

Obchodní firma: Internet Mall, a.s.

Sídlo: U garáží 1611/1, Holešovice, 170 00 Praha 7

Identifikační číslo: 26204967

Právní forma: Akciová společnost

Základní kapitál: 338 975 000,- Kč

Splaceno: 100 % (Výpis z obchodního rejstříku)

2.2 Charakteristika e-commerce odvětví v České republice

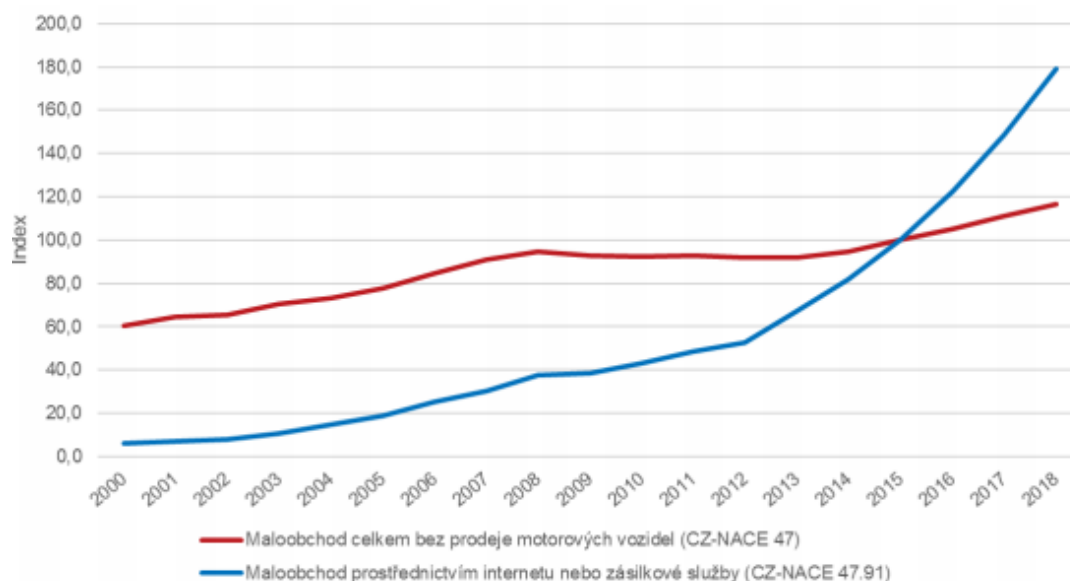
V počtu internetových obchodů Česká republika s cca 40 tisíci e-shopy zabírá druhé místo v Evropě. Na prvním místě se nachází Německo s 175 tisíci e-shopy. Na celkovém obratu maloobchodu e-shopy také tvoří nejvyšší podíl v Evropě, stejně jako v Polsku Česká republika vykazuje 9% podíl. V Německu tento podíl dosahuje 7,3 %, na Slovensku 5,5 %. (E15.cz, 2020)

Asociace pro elektronickou komerci každoročně vydává zpoplatněné průzkumy aktuální situace na trhu online-obchodů, kde udává, že tržby českých e-shopů stouply o 17 % na 135 miliard Kč. Počet internetových obchodů také vzrostl více než o 3 000 a dosáhl počtu 43 500 obchodů. (ČTK, 2020)

Společnost GfK v roce 2016 vypracovala výzkum pro korporaci PayPal, z které vyplývá, že již více $\frac{3}{4}$ českých spotřebitelů nakupují online. Místní domácnosti preferují místní online obchody, ale obliba nakupovat na zahraničních e-shopech stále roste. Dle výsledků průzkumu 16 % oslovených zákazníků nakupuje v zahraničních online obchodech každého půl roku. Lídry jsou čínské, německé a americké obchody, přičemž v čínských e-shopech nakupuje polovina respondentů. V zahraničních obchodech Češi poptávají zejména oblečení, elektroniku a hračky.

Rozhodující faktory jsou různé. Čínské e-shopy lákají zákazníky nízkými cenami, další obchody mají konkurenční výhody v širším sortimentu, dostupnosti zboží nebo kvalitě produktů. Přímý vliv na odtok klientů do zahraničních obchodů má směnný kurz. (Channelworld, 2020)

Český statistický úřad uvádí, že rostoucí obliba online nakupování ovlivňuje celou oblast maloobchodu. Níže uvedený graf porovnává vývoj maloobchodních tržeb podniků, které prodávají zboží převážně prostřednictvím internetu nebo zásilkové služby s vývojem celého odvětví maloobchodu. Je vidět, že zájem o elektronické nakupování náhle stoupá a že tempo růstu internetového obchodu se zrychluje, zejména v posledních letech.



Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Obr. 3 Maloobchod - Vývoj tržeb ve stalých cenách

Tabulka níže znázorňuje, které druhy zboží se prostřednictvím internetu prodávaly nejvíce. Do výzkumu jsou zahrnuté jak výhradní online prodejce, tak i obchody s převahou prodeje v kamenných prodejnách. Komodity jsou separovány dle klasifikace produkce CZ-CPA.

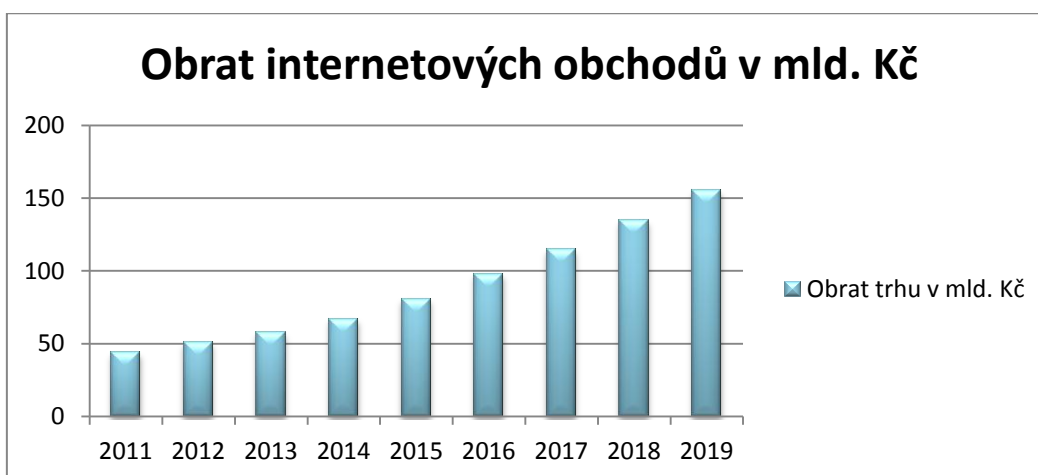
Tab. 2 Struktura tržeb za zboží prodaného přes Internet (v %)

Zkrácený název	Skupina zboží	2011	2013	2018
Potraviny	Potraviny, potravinové doplňky, tabákové výrobky, nápoje (vč. alkoholických)	2,5	1,6	4,9
Počítače a telefony	Počítače a komunikační zařízení	36,1	33,4	23,4
Stavebniny	Stavební a železářské zboží	1,4	1,7	5,4
Domácnost	Potřeby pro domácnost kromě spotřebičů	5,5	5,6	8,7
Elektro	Elektrospotřebiče a elektronika pro domácnost	20,6	24,0	17,2
Knihy a hračky	Výrobky pro kulturu a zájmy (kromě sportu a rekreace)	4,3	5,0	4,6
Sport	Sportovní zboží a kempinkové potřeby	4,0	3,4	6,6
Oděvy a obuv	Oděvy, obuv, kožená galanterie	5,0	5,5	8,4
Zdraví	Farmaceutické a zdravotnické zboží	4,1	3,4	4,4
Kosmetika	Kosmetika a parfumerie	8,8	9,7	10,7
Ostatní	Ostatní (květiny, rostliny, osiva, hnojiva, krmiva pro zvířata, hodiny, klenoty, optika, použité zboží apod.)	7,7	6,7	5,7

Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Z výzkumu plyne, že počítače, komunikační zařízení a elektrospotřebiče a elektronika pro domácnost tvoří největší podíl na celkových online tržbách. Na základě těchto faktů lze předpokládat, že celkový úspěch největších českých e-shopů je dán právě správným výběrem základního zaměření těchto společností. Dle dat dostupných v říjnu 2019 zaznamenaly nejvyšší nárůst tržeb za prodej zboží právě internetové obchody a zásilkové služby (o 16,8 %) právě v těchto kategoriích zboží. (Český statistický úřad, maloobchod, 2019)

Celkové obraty českých online obchodů podle Asociace pro elektronickou komerci budou v následujícím roce růst meziročně zhruba o 15 %. V roce 2018 činily 135 miliard korun.



Zdroj: (průzkum APEK), vlastní zpracování

Obr. 4 Vývoj obratu českých internetových obchodů

Oblast e-commerce je v České republice velice rozvinutá a rozšířená. Nakupování online je zvykem více než poloviny českých domácností. Potenciál růstu je obrovský, dle mých úvah se dá předpokládat pouze pozitivní vývoj tohoto odvětví, s čímž pak bude spojena velká konkurence mezi většími hráči.

2.3 Strategická analýza

Strategická analýza bude provedena dle postupu z teoretické části práce. Tato část je věnovaná vlastnímu výzkumu mikro a makro okolí, sestavení SWOT, PEST analýzy, Porterůva modelu pěti sil a vyhodnocení e-commerce odvětví jako celku.

2.3.1 Analýza makroprostředí

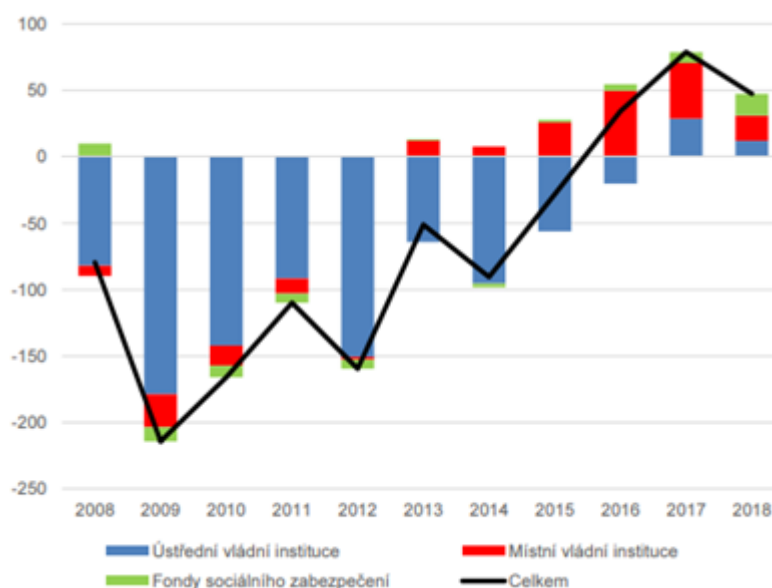
Východiskem pro analýzu makro okolí poslouží rozšířená PEST analýza. Účelem výzkumu je zjištění, jaké faktory by oceňovanou společností mohly ohrožovat, případně pro ni mohly být příležitosti.

Politické faktory

Akciová společnost Internet Mall a.s. podniká na území České republiky, což znamená, že společnost se řídí právními předpisy občanského zákona, obchodního zákoníku, antimonopolním zákonem a dalšími zákony spojenými s podnikáním.

Sektor vládních institucí v roce 2018 hospodařil s přebytkem 47,4 mld. korun (0,9 % HDP). Vládní instituce čerpaly z rostoucí ekonomiky, díky níž se zvyšoval objem vybraných daní z příjmů, výroby a také ze sociálních příspěvků. Díky nízké nezaměstnanosti byly sníženy výdaje na podporu nezaměstnanosti, a naopak navýšeny

náhrady zaměstnancům a investic. V roce 2018 se celkový státní dluh snížil o 14,5 mld. korun a dosáhl 1 735,1 mld. (32,7 % HDP). (Český statistický úřad, Analýza ekonomického vývoje v roce 2018, 2019)



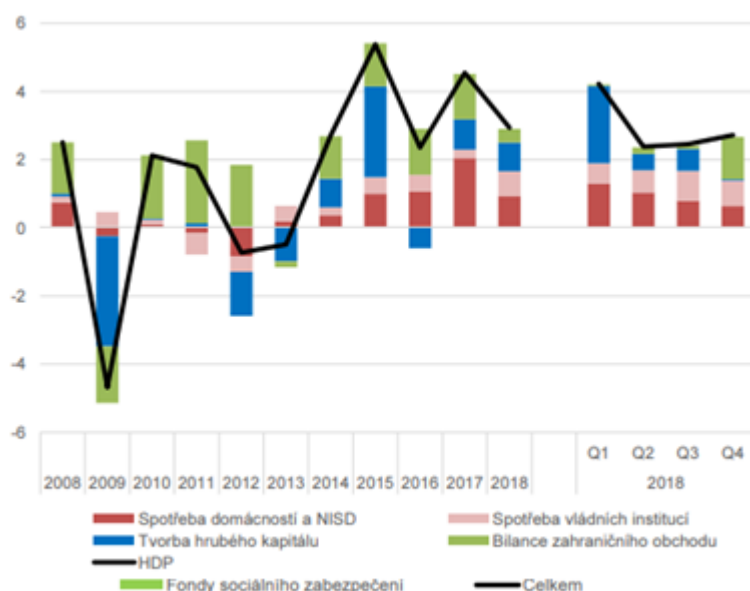
Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Obr. 5 Čisté půjčky a výpůjčky vládních institucí v členění na subsektory (v mld. korun, běžné ceny)

Politickou situaci v České republice hodnotím jako poměrně příznivou a stabilní i přes velký počet opozičních demonstrací a celkovou nespokojenost obyvatelstva s některými představiteli vlády. Nepředpokládám náhlé změny v politickém systému a zavedení zcela nových podmínek pro podnikání bez účasti a odsouhlasení Evropské unie.

Ekonomické faktory

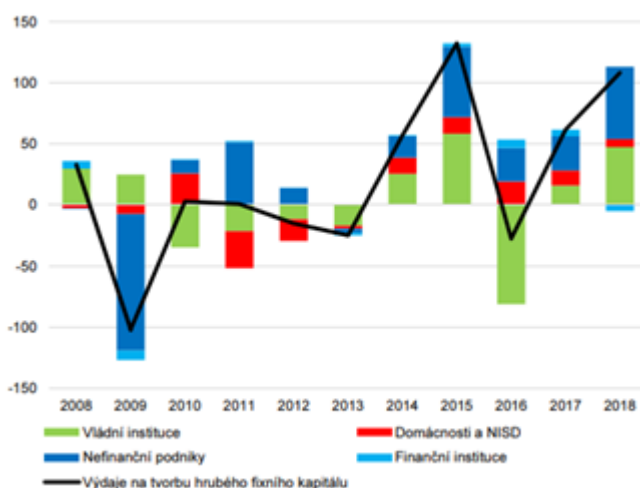
Hrubý domácí produkt České republiky se v roce 2018 reálně zvýšil o 3 % a dosáhl výše 5 328,7 mld. korun (v běžných cenách). Podstatný růst příjmů domácností, výrazné investice a cyklus evropských dotací stimuloval růst domácí poptávky, který příznivě ovlivnil vývoj HDP. Je ale nutné zmínit, že tempo růstu HDP vůči předchozímu roku zpomalilo.



Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Obr. 6 Příspěvky jednotlivých složek na změně HDP (objemové indexy, v p.p., růst HDP v %, sezónně očištěno)

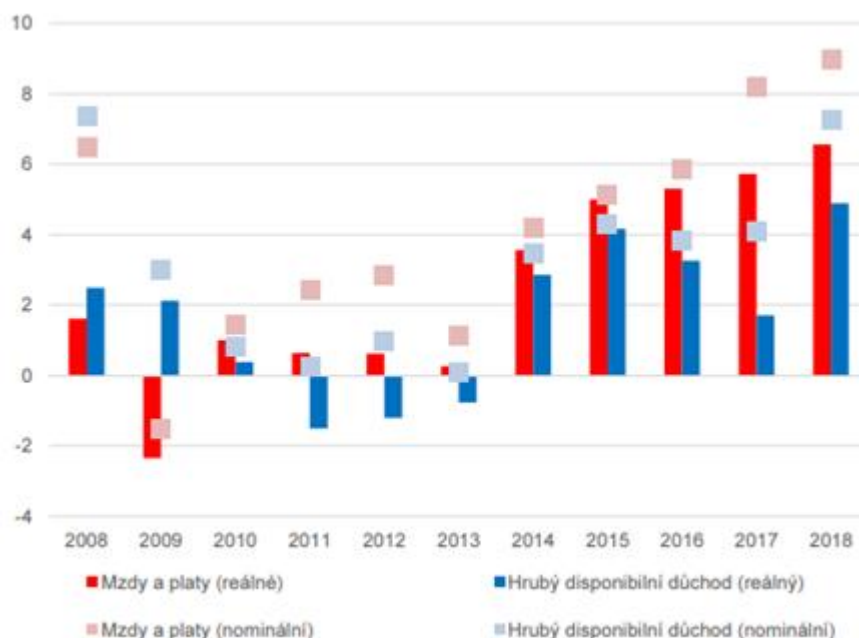
Investiční aktivita České republiky se zvýšila o 7,2 %, výdaje na tvorbu hrubého fixního kapitálu se meziročně zvýšily o 108,1 mld. Jedná se o nejvyšší přírůstek investic za poslední tři až čtyři roky. Prudký narůst investic způsobil navýšení podílu výdajů na tvorbu hrubého fixního kapitálu na HDP.



Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Obr. 7 Tvorba hrubého fixního kapitálu, sektorové členění (běžné ceny, meziroční změna v mld. korun)

V roce 2018 se hrubý disponibilní důchod (dále HDD) českých domácností meziročně zvýšil o 186,8 mld. Reálný přírůstek HDD činil 4,9 % a byl druhý nejvyšší v časové řadě. Níže uvedená struktura hrubého disponibilního důchodu ukazuje, že české domácnosti čerpaly z nárůstu mzdových příjmů.



Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Obr. 8 Hrubý disponibilní důchod a mzdy a platy (meziroční růst v %)

Co se týká zaměstnanosti, výsledky výběrového šetření pracovních sil (VŠPS) ukazují setrvávání na vrcholu hospodářského cyklu. Míra nezaměstnanosti setrvává na evropsky nejnižší úrovni 2,2 %. (Český statistický úřad - Vývoj českého trhu práce, 2019)

Tab. 3 Meziroční míra inflace v ČR - celkem (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EU 28	2,1	3,1	2,6	1,5	0,5	0,0	0,3	1,7	1,9
ČR	1,2	2,2	3,5	1,4	0,4	0,3	0,6	2,4	2,0

Zdroj: (Eurostat, 2019), vlastní zpracování

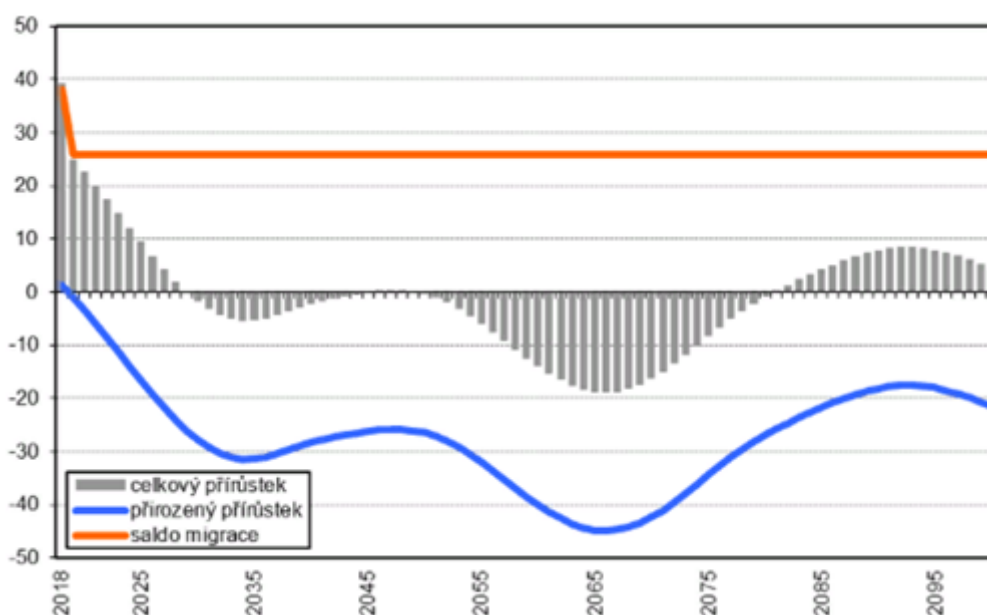
Nominální průměrné mzdy rostou, ale dvě pětiny mzdového nárůstu pohlcuje inflace. Míra inflace se pohybuje kolem 2 % a plně odpovídá celkovým trendům celé Evropské unie, kde průměrná inflace činí v roce 2018 1,9 %.

Z toho plyne, že stávající ekonomickou situaci považují za příznivou a stabilní. Nelze předpokládat náhlé zhoršení ekonomického vývoje, tedy neplynou odsud podstatné hrozby pro oceňovaný podnik v nejbližších letech.

Sociální faktory

Pro vyhodnocení sociálních faktorů je nutné brát zřetel na celkový počet obyvatel, jejich věkové rozložení, spotřebitelské tendence a kupní sílu.

Dle údajů Českého statistického úřadu k 30. září 2019 má Česká republika 10 681 161 obyvatel. Níže zkonstruovaná projekce budoucího vývoje obyvatelstva nesevřídčí o rostoucí tendenci počtu obyvatel v následujících 80 letech.

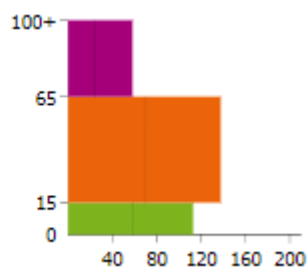


Zdroj: (ČSÚ, 2018)

Obr. 9 Projekce obyvatelstva ČR do roku 2100. Očekávaná struktura přírůstku.

Větší část obyvatelstva (64,5 %) se pohybuje v rozmezí 15 až 64 let, 49,1 % z této vrstvy jsou ženy. Dalších 19,6 % jsou lidé starší 65 let, z nichž 58 % jsou ženy. Mladá generace má podíl 15,9 %, 48,7 % jsou ženského pohlaví. Lze předpokládat, že střední věková skupina, která tvoří největší podíl na celkovém obyvatelstvu, je základní cílovou skupinou současnosti (Český statistický úřad, Věková struktura k 31. 12. 2019, 2019)

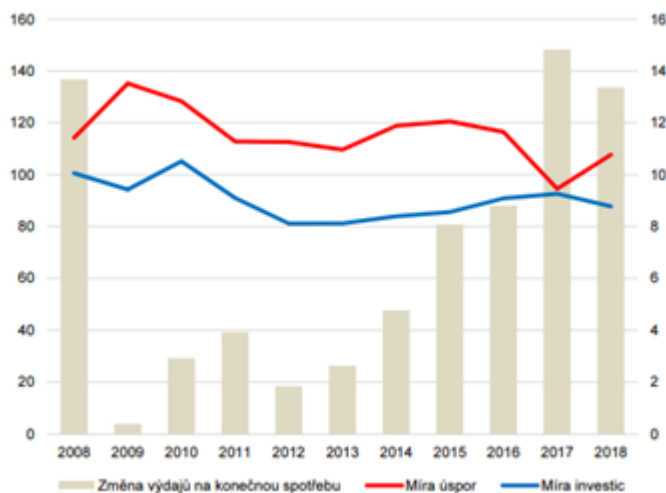
věk	miliony	%	% žen
65+	2,09	19,6	58
15 - 64	6,87	64,5	49,1
<15	1,69	15,9	48,7
Celkem	10,65	100	50,8



Zdroj: (ČSÚ, 2018)

Obr. 10 Rozložení věkových skupin v ČR

Pokud analyzujeme vývoj výdajů na spotřebu českých domácností, je vidět, že výdaje na konečnou spotřebu v posledních dvou letech několikanásobně vzrostly. V roce 2017 výdaje dosáhly maximálních hodnot za posledních 10 let. Míra úspor náhle klesla a téměř se rovnala míře investic. V roce 2018 domácnosti začaly více spořit a méně investovat, výdaje na konečnou spotřebu klesly o cca 15 miliard korun. Vzhledem k rozšiřujícím se negativním očekáváním obyvatelstva lze v dalších letech očekávat mírný pokles výdajů domácností. (ČSÚ. Analýza ekonomického vývoje v roce 2018, 2019)



Zdroj: (ČSÚ, 2019)

Obr. 11 Vývoj výdajů na spotřebu domácností (meziroční změna výdajů v mld. korun), míry úspor a investic (v % na pravé ose)

Rostoucí výdaje domácností na konečnou spotřebu, rostoucí mzdy, nízkou nezaměstnanost, velký podíl ekonomicky aktivního obyvatelstva a celkově dobrá úroveň

života jsou příznivé faktory, které pozitivně ovlivní oblast maloobchodního prodeje na internetu.

Technologické faktory

Pro udržení růstu podílů na trhu je nutné neustále rozvíjet technické možnosti společnosti, investovat do automatizace a inovačních metod podnikání. Jelikož se oceňovaná společnost zaměřuje výhradně na online prodej zboží, velkou roli zde hraje sledování nových IT trendů a inovací, studie zvyků obyvatelstva v oblasti e-commerce, existence vhodné infrastruktury nejen ze strany dodavatele, ale i zákazníků.

Český statistický úřad uvádí, že k roku 2018 mělo 81 % českých domácností přístup k internetu. V domácnostech s dětmi činí podíl domácností s internetem 98 %, bez dětí pouze 74 %. Tyto statistiky svědčí o větším zájmu o internet mezi mladší generací a u rodin s dětmi.

Přístup k internetu nyní zahrnuje nejen počítačová zařízení, ale mobilní telefony a tablety, což zaručuje téměř nepřetržité připojení. Právě tato specifika způsobila náhlý růst poptávky po online nakupování.

Níže uvedená tabulka svědčí o stále rostoucím trendu v oblasti e-commerce a postupném přesouvání nákupních preferencí do online prostředí. K danému okamžiku nakupuje 54 % české populace online a tento podíl bude dále růst.

Tab. 4 Osoby nakupující na internetu (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
celkem 16+	15	21	22	25	28	31	34	39	42	44	52	54

Zdroj: (ČSÚ, 2019), vlastní zpracování

Zvyšující se zájem o online nakupování vyžaduje od stávajících firem neustálý výzkum nejnovějších technických možností prodeje, sběru dat o zákaznících a marketingových nástrojů. Právě v oblasti internetového prodeje IT záležitostí a investice do automatizace mohou zaručit firmě nejkratší dodací lhůty, nejefektivnější řízení zásob a zdrojů, nejúčinnější marketing a maximální zisky. V případě nevyužití příležitosti po technické stránce podnikání může být celá obchodní strategie zničena. Technologické faktory v oblasti internetového prodeje považuji za klíčové.

Ekologické faktory

Zájem o ochranu životního prostředí stále narůstá. Kupní síla zákazníků a nové legislativní normy kladou stále vyšší požadavky na sociálně odpovědné podnikání a ochranu přírody. V následujících letech lze předpokládat postupná uplatnění nařízení a směrnic Evropské unie, které budou dbát na efektivní nakládání se zdroji a odpady, snížení zatížení životního prostředí a recyklaci materiálů.

Z mého úhlu pohledu se akciová společnost Internet Mall v tomto smyslu chová odpovědně, neočekávám podstatné hrozby pro tento typ podnikání z hlediska ekologických faktorů. Mall.cz již nyní aktivně podporuje recyklaci, ekologickou likvidaci elektrospotřebičů a šetření přírodních zdrojů, na každém výdejním místě nainstalovala ekocentrum a sběrná místa. Společnosti dokonce obdržela certifikát evropské soutěže 32 000 firem EUROPEAN BUSINESS AWARDS jakožto spolupracující člen společnosti ASEKOL v kategorii Environmentální a udržitelný rozvoj.

Legislativní faktory

Kromě povinností plynoucích ze základních zákonů uvedených v politických faktorech považují za nejkomplicovanější legislativní normu pro oblast internetového prodeje zavedení GDPR. Příliš přísná legislativa ve vztahu k ochraně osobních údajů může značně poškodit možnost efektivní komunikace se zákazníky, jejich ovlivňování a přesvědčování, cílový targeting a internetovou reklamu.

2.3.2 Analýza mikroprostředí

Pro vyhodnocení mikro okolí podniku budou využity Porterova analýza pěti sil a SWOT analýza. Tento výzkum umožní lépe pochopit vnitřní procesy podniku a vymezit postoj společnosti ve svém odvětví.

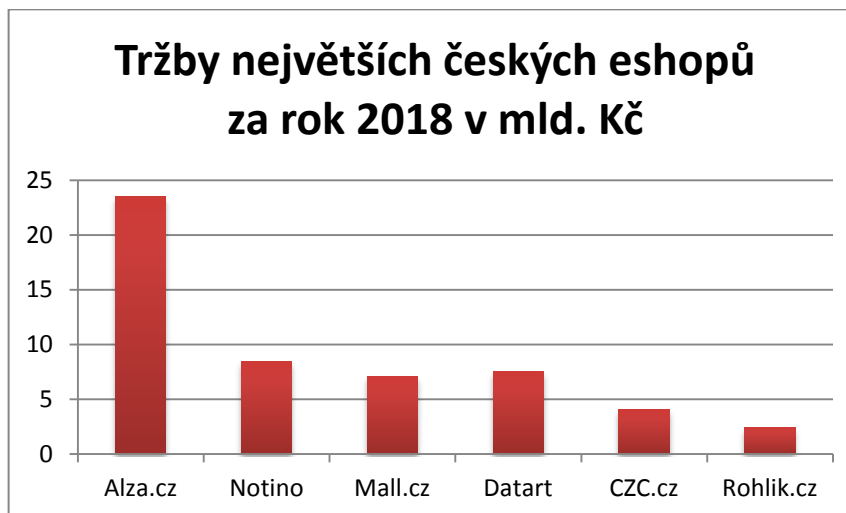
Porterův model pěti sil

Analýza stávající konkurence

Internetový obchod Mall.cz je současně dvojkou mezi českými internetovými obchody, první místo si vysloužila česká e-shopová jednička Alza.cz.

Stávající konkurenci lze separovat několika způsoby: místní e-shopy a světové online obchody, místní obchody s širokým sortimentem a místní obchody zaměřené výhradně na prodej techniky. Největšími zahraničními konkurenty mohou být AliExpress, Amazon, Ebay, Zappos, Taobao, Walmart, Tmall a další.

Jelikož české obyvatelstvo stále preferuje lokální obchody, zaměříme se pouze na největší e-shopy v České republice. Mezi největší online obchody patří Alza, CZC, Datart, Notino a Rohlík. Jako největšího prodejce elektrozařízení lze označit pouze Alzu, Mall a Datart (HP Tronic). Níže uvedený graf ukazuje roční tržby těchto e-shopů.



Zdroj: (Sbírka listin a zveřejněné výsledky firem v médiích, 2019), vlastní zpracování

Obr. 11 Tržby největších českých online obchodů za 2018 rok (v mld. Kč)

Z grafu plyne, že Alza je skutečným lídrem na českém trhu, dokázala zvýšit své tržby na rekordních 25 miliard korun bez DPH, což je o 19,3 % více než v roce 2017. Za jeden rok Alza zpracovala 10,3 milionů objednávek (30% nárůst) od 3,7 milionů unikátních zákazníků (Václavík, 2019)

Pro udržování a růst tržního podílu se Mall.cz musí soustředit především na Alzu a následně Datart. Je nutné neustále rozšiřovat sortiment, investovat do technologií a snažit se nabízet unikátní podmínky zákazníkům.

Analýza hrozby nové konkurence

Český trh v oblasti e-commerce je poměrně přesycen. Vzhledem k neproporcionálně velkému počtu e-shopů k počtu obyvatel se většina lokálních prodejců snaží expandovat, především na Slovensko.

Největší internetové obchody dlouhá léta bojují za loajalitu českých zákazníků a budují dobrou pověst svých značek, proto nepředpokládám neočekávaný vznik hrozeb ze strany nových konkurentů. Seriózní tlak na stávající obchody může vykazovat pouze

špičkově vybavený obchod, který dokáže nabídnout zákazníkům maximálně výhodné konkurenční slevy.

Analýza tržní síly dodavatelů

Díky širokému sortimentu zboží, pevným obchodním vazbám v rámci skupiny a velké síti dodavatelů Mall.cz diverzifikuje rizika spojená s tržní silou dodavatelů.

Navíc díky dominantnímu postavení na trhu dokáže nabídnout dodavatelům výhodné podmínky distribuce a odbytu, což je další konkurenční výhodou společnosti.

Analýza tržní síly spotřebitelů

Tržní síla spotřebitelů v oblasti e-commerce je neuvěřitelně velká. Díky snadnému přístupu k obrovskému počtu různých nabídek má klient možnost okamžitě srovnávat cenové podmínky, dodací lhůty, pestrost sortimentů, věrnostní slevy, akce a další výhody. Tyto podmínky tlačí prodejce k boji o každého zákazníka, tvorbě nových obchodních strategií a soupeření ve všech směrech prodeje.

Analýza substitučních produktů

Za substituční produkt lze považovat klasické kamenné prodejny s obdobným sortimentem zboží a stejnou kvalitou zákaznického servisu. Český statistický úřad ve svém výzkumu uvádí, že se v roce 2018 souhrnný tržní podíl u sortimentu prodaného na internetu zvýšil, u zboží prodaného v kamenných prodejnách naopak snížil, což svědčí o pomalém přesunu obchodování do online světa. Vlastníci kamenných prodejen ale stále mají výhody při obchodování s úplně jinými druhy zboží: potraviny, stavebniny, železářské zboží atd. Je ale nutné zmínit, že kamenné obchody čím dále více zakládají své vlastní e-shopy jako podpůrný nástroj, online obchody naopak budují vlastní vzorkovny, prodejny a výdejní místa v offline světě, což postupně průměruje obchodní sféru do optimální kombinace online a offline světa.

SWOT analýza

SWOT analýza pro akciovou společnost Internet Mall je uspořádaná v klasické tabulkové matici níže. Silné a slabé stránky jsou založeny na analýze interního prostředí, příležitosti a hrozby plynou z externích podmínek. Tyto výroky plynou z výše popsaných analýz mikro a makro okolí, charakteristiky podniku a odvětví.

Tab. 5 SWOT analýza společnosti Internet Mall a.s.

Silné stránky	Slabé stránky
<p>Velký tržní podíl Pestrý sortiment zboží Dobrá pověst značky Mnoholetá historie obchodů Velká zákaznická základna Moderní technické vybavení Efektivní marketingová strategie Velký vliv na dodavatele Špičkový strategický management Masivní investice do rozvoje Schopnost neustále expandovat Možnost následovat úspěšné obchodní modely konkurentů Podpora a růst v rámci skupiny</p>	<p>Vynucení stálé konkurence s většími hráči Únik větší části klientely do Alzy Méně rozvinutá logistická řešení než v Alze Pomalejší tempo rozvoje zákaznického servisu než v Alze Užší výběr platebních metod než v Alze Slabší interní vývojový tým Kratší působnost na českém trhu než v Alze</p>
<p>Další rozšiřování v rámci skupiny Pohlčení menší konkurence Rozšiřování sortimentů Vybudování širší logistické infrastruktury Vynalez nových technických řešení Aplikace inovačních marketingových metod Vývoj vlastních patentovaných automatů Aktivnější podpora značky Rozšíření zákaznické základny Větší zapojení do charity Zaměření na ochranu životního prostředí Vynalez nových konkurenčních výhod Investice do výzkumu a studií Zlepšení pracovních podmínek</p>	<p>Nepříznivá změna legislativy, zejména ve vztahů ochrany osobních údajů Ekonomická krize, snížení kupní síly Nízká návratnost investic do inovací infrastruktury Nízká návratnost investic do inovací Vstup nových hráčů na lokální trh Odliv zájmu do zahraničních obchodů Digitální útoky na servery Neschopnost plně konkurovat s obdobnými podniky Zavedení striktních požadavků na ochranu životního prostředí Pokažení dobré pověsti společnosti Změna strategického managementu Nedostatek kvalifikovaných pracovníků Přírodní katastrofy Zničení internet-infrastruktury</p>
Příležitosti	Hrozby

Zdroj: vlastní zpracování

Závěr strategické analýzy

Sektor e-commerce patří k nejperspektivnějším odvětvím moderní doby. Důvodem je zejména masivní digitalizace a celkový přesun nákupních preferencí českého obyvatelstva do online prostředí. Ekonomická situace umožňuje poskytnout drtivě většině obyvatel potřebná zařízení a připojení na internet, což postupně zvyšuje zájem o internetové nakupování. Statistické údaje svědčí o stabilním a neustálém růstu zájmu o nakupování na dálku, v následujících letech lze předpokládat dosah e-commerce na

úroveň 60 % českého obyvatelstva a více. Náhlý nárůst nakupování online v lokálních e-shopech může vyvolat i nepříznivá situace ve vztahu ke pandemií COVID-19. U některých online obchodů se specifickým zbožím lze očekávat dokonce nadprůměrný růst tržeb v době koronaviru. Jedná se o e-shopy obchodující se zbožím základní potřeby: potravinářství, běžný retail, léky a zdravotnické pomůcky. Jelikož zároveň zde můžeme předpokládat i nárůst negativních očekávání a náhlý pokles výdajů domácností v nejbližších letech, nepředpokládám značné výkyvy v tržbách e-shopu s širokým sortimentem a domnívám se, že meziroční nárůst tržeb e-shopu zůstane na úrovni 15 %. Odvětví e-commerce považuji za perspektivní, oceňovaný podnik i po dopadu koronaviru bude splňovat všechny předpoklady pro úspěšné pokračování účetní jednotky.

2.4 Finanční analýza

Po vypracování strategické analýzy a vytvoření kompletního přehledu o současné situaci je nutné věnovat pozornost výpočtu základních finančních ukazatelů a jejich analýze.

2.4.1 Analýza rozvahy

V následující tabulce jsou zobrazeny všechny výchozí ukazatele rozvahy akciové společnosti Internet Mall od 31.03.2012 do 31.03.2018. Pro sledování meziročních vývojových trendů je nutné provést horizontální analýzy. Za tímto účelem byl do výpočtu přidán pomocný sloupec za rok 2011, který není uveden níže.

Tab. 5 Základní položky rozvahy Internet Mall a.s. za posledních 8 let (v tis. Kč)

Rozvaha	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	116 132	179 253	208 831	242 283	596 267	632 422	693 946	910 204
Dlouhodobý nehmotný majetek	58 776	83 345	82 904	86 675	95 434	98 230	153 662	281 441
Dlouhodobý hmotný majetek	57 356	95 908	125 927	155 608	500 833	534 192	540 284	628 763
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	490 075	649 303	1 105 448	1 578 365	1 594 567	2 170 152	1 965 205	2 438 415
Zásoby	213 684	284 502	535 284	638 799	644 514	747 756	895 164	1 091 379
Krátkodobé pohledávky	117 071	264 105	266 729	812 915	726 267	1 304 216	937 836	1 213 956
Krátkodobý finanční majetek	22 212	66 625	45 211	66 490	43 432	86 894	74 937	129 439
Aktiva celkem	691 527	837 324	1 336 850	1 846 342	2 216 278	2 829 153	2 693 022	3 413 049
Vlastní kapitál	- 7 789	99 374	253 952	172 452	87 566	76 755	1 057 285	1 651 473
Cizí zdroje	699 316	711 482	1 060 180	1 643 918	2 068 672	2 672 126	1 548 835	1 673 523
Rezervy	-	2 290	3 295	2 552	4 052	9 544	10 750	15 650
Dlouhodobé závazky	3 633	-	5 954	22 936	429 454	856 644	146 985	-
Krátkodobé závazky	695 683	709 192	1 050 931	1 618 430	1 635 166	1 805 938	1 391 100	1 657 873
Pasíva celkem	691 527	837 324	1 336 850	1 846 342	2 216 278	2 829 153	2 693 022	3 413 049

Zdroj: (výroční zprávy Internet Mall a.s., 2012-2018), vlastní zpracování

Horizontální analýza aktiv v absolutní a relevantní změně ukazuje, že abnormálně vysoké výkyvy v meziročních změnách nejsou pro Internet Mall a.s. výjimečné. Nárůst dlouhodobého majetku (+ 146 %) v roce 2015 byl způsoben růstem dlouhodobého hmotného majetku (+ 222 %), což byly zejména movité věci nakoupené v souvislosti se zařízením v logistickém centru Jirny. Společnost též využívá majetek získaný finančním leasingem, který ale zatím není evidován v DHM a bude zapsán až po skončení leasingu a převodu vlastnického práva.

Tab. 6 Horizontální analýza aktiv – absolutní změna (v tis. Kč)

Horizontální analýza - absolutní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	7 036	63 121	29 578	33 452	353 984	36 155	61 524	216258
Dlouhodobý nehmotný majetek	- 15 996	24 569	- 441	3 771	8 759	2 796	55 432	127779
Dlouhodobý hmotný majetek	23 432	38 552	30 019	29 681	345 225	33 359	6 092	88479
Dlouhodobý finanční majetek	- 400	-	-	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	33 049	159 228	456 145	472 917	16 202	575 585	- 204 947	473210
Zásoby	12 938	70 818	250 782	103 515	5 715	103 242	147 408	196215
Krátkodobé pohledávky	- 123 799	147 034	2 624	546 186	- 86 648	577 949	- 366 380	276120
Krátkodobý finanční majetek	7 203	44 413	- 21 414	21 279	- 23 058	43 462	- 11 957	54502
Aktiva celkem	58 071	145 797	499 526	509 492	369 936	612 875	- 136 131	720027

Zdroj: vlastní zpracování

Zvýšení dlouhodobých pohledávek v roce 2014 (+ 205 %) plyne zejména z obchodních styků se spřízněnými stranami a z poplatků za služby vůči spřízněným stranám. Je nutné zmínit, že Internet Mall a.s. ve většině případů má závazky a pohledávky v rámci skupiny, a lze předpokládat, že se jedná o vzájemně výhodný cash pooling. Pokles oběžných aktiv byl způsoben zejména poklesem krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku.

Tab. 7 Horizontální analýza aktiv – relativní změna

Horizontální analýza - relevantní změna	2 011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	6%	54%	17%	16%	146%	6%	10%	31%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-21%	42%	-1%	5%	10%	3%	56%	83%
Dlouhodobý hmotný majetek	69%	67%	31%	24%	222%	7%	1%	16%
Dlouhodobý finanční majetek	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Oběžná aktiva	7%	32%	70%	43%	1%	36%	-9%	24%
Zásoby	6%	33%	88%	19%	1%	16%	20%	22%
Krátkodobé pohledávky	-51%	126%	1%	205%	-11%	80%	-28%	29%
Krátkodobý finanční majetek	48%	200%	-32%	47%	-35%	100%	-14%	73%
Aktiva celkem	9%	21%	60%	38%	20%	28%	-5%	27%

Zdroj: vlastní zpracování

Horizontální analýza pasiv též vykazuje abnormální výkyvy. V roce 2012 činila změna vlastního kapitálu vůči předchozímu roku + 1 376 %, což bylo způsobeno převodem

ztráty za rok 2011 do nerozdělených ztrát minulých let a úpisem nových akcií jediného akcionáře Netretail Holding B.V. ve výši 125 000 tis. Kč.

Stejný velký nárůst vlastního kapitálu byl v roce 2017, kdy byla částka ve výši 213 564 tis. Kč převedena na účet neuhrazených ztrát minulých let a příplatek ve výši 1 266 266 tis. Kč byl přijat ve prospěch ostatních kapitálových fondů společnosti.

Tab. 8 Horizontální analýza pasiv – absolutní změna (v tis. Kč)

Horizontální analýza - absolutní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vlastní kapitál	- 75 982	107 163	154 578	- 81 500	- 84 886	- 10 811	980 530	594188
Cizí zdroje	134 053	12 166	348 698	583 738	424 754	603 454	-1 123 291	124688
Rezervy	-	2 290	1 005	- 743	1 500	5 492	1 206	4900
Dlouhodobé závazky	1 208	- 3 633	5 954	16 982	406 518	427 190	- 709 659	-146985
Krátkodobé závazky	132 846	13 509	341 739	567 499	16 736	170 772	- 414 838	266773
Pasiva celkem	58 071	145 797	499 526	509 492	369 936	612 875	- 136 131	720027

Zdroj: vlastní zpracování

Nárůst dlouhodobých závazků o 1 772 % v roce 2015 plyne z nefakturování dodávek zboží a obrátových bonusů vůči spřízněným stranám.

Tab. 9 Horizontální analýza pasiv – relativní změna

Horizontální analýza - relevantní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vlastní kapitál	-111%	1376%	156%	-32%	-49%	-12%	1277%	56%
Cizí zdroje	24%	2%	49%	55%	26%	29%	-42%	8%
Rezervy	0%	0%	44%	-23%	59%	136%	13%	46%
Dlouhodobé závazky	50%	-100%	0%	285%	1772%	99%	-83%	-100%
Krátkodobé závazky	24%	2%	48%	54%	1%	10%	-23%	19%
Pasiva celkem	9%	21%	60%	38%	20%	28%	-5%	27%

Zdroj: vlastní zpracování

Vertikální analýza ukazuje, jaký podíl na celkových aktivech a pasivech má každá složka rozvahy a jak se tento podíl vyvíjí v průběhu času. Jak plyne z analýzy níže, struktura rozdělení je poměrně stabilní, ale je vidět zvýšení podílu dlouhodobého majetku a pokles oběžných aktiv od roku 2015 na 13–15 %. Tato změna byla vyvolaná přesunem kapitálu do DHM na nákup movitých věcí pro zařízení nového logistického centra. Další podstatnou změnou je nárůst podílu vlastního kapitálu na pasivech ke konci roku 2017 na 39 %, což bylo způsobeno poklesem dlouhodobých závazků a celkovým zmenšením cizích zdrojů.

Tab. 10 Vertikální analýza pasiv – relativní změna

Vertikální analýza - relevantní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	17%	21%	16%	13%	27%	22%	26%	27%
Dlouhodobý nehmotný majetek	8%	10%	6%	5%	4%	3%	6%	8%
Dlouhodobý hmotný majetek	8%	11%	9%	8%	23%	19%	20%	18%
Dlouhodobý finanční majetek	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Oběžná aktiva	71%	78%	83%	85%	72%	77%	73%	71%
Zásoby	31%	34%	40%	35%	29%	26%	33%	32%
Krátkodobé pohledávky	17%	32%	20%	44%	33%	46%	35%	36%
Krátkodobý finanční majetek	3%	8%	3%	4%	2%	3%	3%	4%
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	-1%	12%	19%	9%	4%	3%	39%	48%
Cizí zdroje	101%	85%	79%	89%	93%	94%	58%	49%
Rezervy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobé závazky	1%	0%	0%	1%	19%	30%	5%	0%
Krátkodobé závazky	101%	85%	79%	88%	74%	64%	52%	49%
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Zdroj: vlastní zpracování

2.4.2 Analýza výkazu zisku a ztrát

Níže jsou uvedeny všechny účetní výsledky akciové společnosti Internet Mall od 31.03.2012 do 31.03.2018. Pro zpracování finanční analýzy byl proveden výpočet horizontální a vertikální analýzy vybraných položek z výkazu zisku a ztráty.

Tab. 11 Základní položky výkazu zisku a ztráty Internet Mall a.s. za posledních 8 let (v tis. Kč)

Výkaz zisku a ztráty	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	2804651	3238152	4454077	5704370	5778142	6587225	7097973	8376674
Výkonová spotřeba	2846459	3286573	4456070	5868629	6039141	6816571	7550481	9131089
Náklady vynaložené na prodané zboží	2550341	2911700	3946220	5217828	5245546	6009975	6493140	7703345
Spotřeba materiálu a energie	13644	19870	22334	38984	58046	62364	59795	94183
Služby	282474	355003	487516	611817	735549	744232	997546	1333561
Osobní náklady	121143	159531	187518	261616	317664	386941	510907	709550
Daně a poplatky	112	55	164	148	193	302	177	87107
Odpisy dlouhodobého majetku	40633	46332	56798	64100	78833	121043	125088	153329
Ostatní provozní výnosy	11476	20328	7387	77735	15008	23479	16888	32085
Provozní výsledek hospodaření	-112901	-19011	782	-102946	-309449	-159604	-219438	-414344
Nákladové úroky	7317	9730	6017	9000	19048	47154	55162	16033
Finanční výsledek hospodaření	-15163	-16331	-20456	-28554	-46822	-53960	-66298	-23806
Výsledek hospodaření před zdaněním	-128064	-67697	-19674	-131500	-356271	-213564	-285736	-438150
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-127066	-67697	9533	-131500	-356271	-213564	-285736	-467357
Výsledek hospodaření za účetní období	-127066	-67697	9533	-131500	-356271	-213564	-285736	-467357

Zdroj: (výroční zprávy Internet Mall a.s., 2012-2019), vlastní zpracování

Pro lepší znázornění se i tato analýza uvádí v absolutních a relevantních změnách. Nejméně stabilní situace nastala v roce 2014, kdy provozní výsledek hospodaření dosáhl hodnot o 13 264 % menších než v předchozím roce. To se následně projevilo ve výsledku hospodaření za běžné a účetní období (- 1 479 %).

Tab. 12 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty – absolutní změna (v tis. Kč)

Horizontální analýza - absolutní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	598206	433501	1215925	1250293	73772	809083	510748	1278701
Výkonová spotřeba	626278	440114	1169497	1412559	170512	777430	733910	1580608
Náklady vynaložené na prodané zboží	527922	361359	1034520	1271608	27718	764429	483165	1210205
Spotřeba materiálu a energie	3377	6226	2464	16650	19062	4318	-2569	34388
Služby	94979	72529	132513	124301	123732	8683	253314	336015
Osobní náklady	21239	38388	27987	74098	56048	69277	123966	198643
Daně a poplatky	74	-57	109	-16	45	109	-125	86930
Odpisy dlouhodobého majetku	3735	5699	10466	7302	14733	42210	4045	28241
Ostatní provozní výnosy	5327	8852	-12941	70348	-62727	8471	-6591	15197
Provozní výsledek hospodaření	-92855	93890	19793	-103728	-206503	149845	-59834	-194906
Nákladové úroky	-2911	2413	-3713	2983	10048	28106	8008	-39129
Finanční výsledek hospodaření	-306	-1168	-4125	-8098	-18268	-7138	-12338	42492
Výsledek hospodaření před zdaněním	-93161	60367	48023	-111826	-224771	142707	-72172	-152414
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-91452	59369	77230	-141033	-224771	142707	-72172	-181621
Výsledek hospodaření za účetní období	-91452	59369	77230	-141033	-224771	142707	-72172	-181621

Zdroj: vlastní zpracování

Pokles zisku byl vyvolán komplikovaným přechodem internetového obchodu na nové webové stránky, který způsobil snížení obrátu a zvýšení nákladů na marketing, vývoj, podporu prodeje a celkové navýšení logistických kapacit. I přesto, že nasazení nových stránek bylo pro společnost náročné a nákladné, tato investice již ve stejném roce umožnila růst obrátu na 29 % a možnost dalšího růstu v budoucnosti. Je vidět, že v následujících letech dosáhl provozní výsledek hospodaření kladných hodnot. Vývoj ostatních položek považuji za stabilní.

Tab. 13 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty – relativní změna

Horizontální analýza - relevantní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	27%	15%	38%	28%	1%	14%	8%	18%
Výkonová spotřeba	28%	15%	36%	32%	3%	13%	11%	21%
Náklady vynaložené na prodané zboží	26%	14%	36%	32%	1%	15%	8%	19%
Spotřeba materiálu a energie	33%	46%	12%	75%	49%	7%	-4%	58%
Služby	51%	26%	37%	25%	20%	1%	34%	34%
Osobní náklady	21%	32%	18%	40%	21%	22%	32%	39%
Daně a poplatky	195%	-51%	198%	-10%	30%	56%	-41%	49113%
Odpisy dlouhodobého majetku	10%	14%	23%	13%	23%	54%	3%	23%
Ostatní provozní výnosy	87%	77%	-64%	952%	-81%	56%	-28%	90%
Provozní výsledek hospodaření	-463%	83%	104%	-13264%	-201%	48%	-37%	-89%
Nákladové úroky	-28%	33%	-38%	50%	112%	148%	17%	-71%
Finanční výsledek hospodaření	-2%	-8%	-25%	-40%	-64%	-15%	-23%	64%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-267%	47%	71%	-568%	-171%	40%	-34%	-53%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-257%	47%	114%	-1479%	-171%	40%	-34%	-64%
Výsledek hospodaření za účetní období	-257%	47%	114%	-1479%	-171%	40%	-34%	-64%

Zdroj: vlastní zpracování

Z vertikální analýzy plyne, že obchodní marže na prodané zboží se udržuje na stejné úrovni, ale v roce 2017 činí pouze 8,52 %, což je nejnižší hodnota od roku 2011. Výkonová spotřeba také stále roste, z 10–11 % k poslednímu roku vzrostla na téměř 15 %. Výkony se postupně zvyšují z 7 % na 13 %, osobní náklady rostou z 4 % na 7 %. Vývoj ostatních položek je poměrně stabilní.

Tab. 14 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty – relativní změna

Vertikální analýza - relevantní změna	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	101%	101%	100%	103%	105%	103%	106%	109%
Náklady vynaložené na prodané zboží	91%	90%	89%	91%	91%	91%	91%	92%
Spotřeba materiálu a energie	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Služby	10%	11%	11%	11%	13%	11%	14%	16%
Osobní náklady	4%	5%	4%	5%	5%	6%	7%	8%
Daně a poplatky	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Odpisy dlouhodobého majetku	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
Ostatní provozní výnosy	0%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Provozní výsledek hospodaření	-4%	-1%	0%	-2%	-5%	-2%	-3%	-5%
Nákladové úroky	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%
Finanční výsledek hospodaření	-1%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-5%	-2%	0%	-2%	-6%	-3%	-4%	-5%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-5%	-2%	0%	-2%	-6%	-3%	-4%	-6%
Výsledek hospodaření za účetní období	-5%	-2%	0%	-2%	-6%	-3%	-4%	-6%

Zdroj: vlastní zpracování

2.4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Rentabilita

Analýza rentability nevypadá nadějně, jelikož všechny ukazatele jsou záporné či extrémně záporné. Ani jeden ukazatel nevyhovuje doporučeným hodnotám ve výši + 5 % a více. Výpočet odráží, že firma je opravdu ve ztrátě, disponuje nízkým vlastním kapitálem, má dostatek závazků (v rámci skupiny).

Je ale nutné zmínit, že se jedná o dynamickou, rychle rostoucí firmu, která hodně investuje do rozvoje a má poctivé a špičkové vedení. Internet Mall a.s. klade vysoké cíle, chce být alespoň dvojkou na trhu a pro dosažení tohoto cíle je schopná depengovat ceny, snižovat obchodní marži, investovat do marketingu a vyvíjet co nejvýhodnější nákupní podmínky i za cenu ztrátového obchodu.

Tab. 15 Výpočet ukazatelů rentability

Ukazatele rentability	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROA - Rentabilita aktiv	-18,37%	-8,08%	0,71%	-7,12%	-16,08%	-7,55%	-10,61%	-13,69%
ROA - Produkční síla aktiv	-17,46%	-6,92%	-1,02%	-6,63%	-15,22%	-5,88%	-8,56%	-12,37%
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu	1631,35%	-68,12%	3,75%	-76,25%	-406,86%	-278,24%	-27,03%	-28,30%
ROS - Rentabilita tržeb	-4,53%	-2,09%	0,21%	-2,31%	-6,17%	-3,24%	-4,03%	-5,58%
ROCE - Rentabilita dlouhodobého kapitálu	3057,41%	-68,12%	3,67%	-67,30%	-68,91%	-22,88%	-23,73%	-28,30%

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 16 Rozklad rentability

Du pont rozklad	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Základní rozklad ROA	-18,37%	-8,08%	0,71%	-7,12%	-16,08%	-7,55%	-10,61%	-13,69%
EAT/T	-4,53%	-2,09%	0,21%	-2,31%	-6,17%	-3,24%	-4,03%	-5,58%
T/A	4,06	3,87	3,33	3,09	2,61	2,33	2,64	2,45
Rozšířený rozklad ROE	1631,35%	-68,12%	3,75%	-76,25%	-406,86%	-278,24%	-27,03%	-28,30%
EAT/T	-4,53%	-2,09%	0,21%	-2,31%	-6,17%	-3,24%	-4,03%	-5,58%
T/A	4,06	3,87	3,33	3,09	2,61	2,33	2,64	2,45
A/VK	-88,78	8,43	5,26	10,71	25,31	36,86	2,55	2,07

Zdroj: vlastní zpracování

Aktivita

Ve výročních zprávách je uvedeno, že jedním ze základních cílů společnosti je dosažení rychlé obrátkovosti. Z níže uvedených výpočtů plyne, že se tento cíl společnosti naplnit daří, v celém průběhu podnikání podnik dosahuje rychlé obrátkovosti a stále ji snižuje.

Tab. 17 Výpočet ukazatelů aktivity (v dnech)

Ukazatele aktivity	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat aktiv	4,06	3,87	3,33	3,09	2,61	2,33	2,64	2,45
Obrat zásob	13,13	11,38	8,32	8,93	8,97	8,81	7,93	7,68
Doba obratu aktiv	90,00	94,38	109,55	118,14	140,00	156,76	138,48	148,72
Doba obratu zásob	27,81	32,07	43,87	40,87	40,71	41,43	46,03	47,56
Doba obratu pohledávek	15,24	29,77	21,86	52,02	45,88	72,27	48,23	52,90
Doba obratu krátkodobých závazků	90,54	79,94	86,12	103,56	103,29	100,07	71,53	72,24

Zdroj: vlastní zpracování

Předpokládám, že delší doba obratu pohledávek je spojena se spoluprací s externími dodavateli, kdy je zvykem přepisovat fakturovanou částku později. Poměrně dlouhou dobu obratu závazků nepovažuji za kritickou, jelikož se znovu jedná o závazky vůči spřízněným osobám v rámci skupiny. Nejedná se o závazky vůči třetí straně, tudíž nenesou s tím spojené riziko.

Likvidita

Běžná likvidita vykazuje nízkých hodnot, ale od roku 2016 se stále zlepšuje a téměř se dostává do rozmezí doporučených hodnot. Běžná likvidita tím pádem není problematická, podnik je schopen pokrýt krátkodobé závazky z oběžných aktiv. Pohotovostní likvidita se také zlepšuje a odpovídá doporučeným hodnotám.

Tab. 18 Výpočet ukazatelů likvidity

Ukazatele likvidity	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita (Current ratio)	0,70	0,92	1,05	0,98	0,98	1,20	1,41	1,47
Pohotovostní likvidita (Quick Ratio)	0,40	0,51	0,54	0,58	0,58	0,79	0,77	0,81
Hotovostní likvidita (Cash Ratio)	0,03	0,09	0,04	0,04	0,03	0,05	0,05	0,08

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele hotovostní likvidity ukazují, že podnik je schopen uhradit pouze 3–5 % svých závazků pomocí peněžních prostředků, které momentálně drží, jedná se o velice nízkou hodnotu. Vzhledem k tomu, že je větší část závazků uvnitř skupiny, není to až tak rizikové.

Zadluženost

Equity ratio v roce 2017 činí 0,39, což odpovídá doporučeným hodnotám a znamená, že aktiva jsou z 39 % financovány vlastním kapitálem. Při analýze vývoje je ale vidět, že ve všech předchozích letech byl tento ukazatel podstatně nižší, od 3 % do 19 %. Do roku 2017 byla aktiva z větší části financována z cizích zdrojů, což potvrzují vysoké hodnoty Debt Ratio.

Tab. 19 Výpočet ukazatelů zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Equity Ratio	-0,01	0,12	0,19	0,09	0,04	0,03	0,39	0,48
Debt Ratio	1,01	0,85	0,79	0,89	0,93	0,94	0,58	0,49
Debt Equity Ratio	-89,78	7,16	4,17	9,53	23,62	34,81	1,46	1,01
Stupeň krytí stálých aktiv	-0,04	0,55	1,24	0,81	0,87	1,48	1,74	1,81
Úrokové krytí	-16,50	-5,96	-2,27	-13,61	-17,70	-3,53	-4,18	-26,33

Zdroj: vlastní zpracování

Debt Equity Ratio v posledním roce nepřesahuje hodnotu 1,5 a nesevřídí o velké míře zadluženosti, ale v předchozích letech tento ukazatel dosahoval nadměrně abnormálních a nepříznivých hodnot.

Stupeň krytí stálých aktiv je v posledních dvou letech vyšší než 1, což svědčí o překapitalizaci, kdy firma pokrývá dlouhodobými zdroji i oběžný majetek. Jedná se o nižší míru rizika, ale o dražší zdroj krytí a nižší hospodárnost.

Úrokové krytí ukazuje na neschopnost podniku zaplatit nákladové úroky ze zisku a výnosových úroků, ale vývojové tendence jsou pozitivní, ukazatel se stále zmenšuje.

Zlatá pravidla financování

Všechna tři zlatá pravidla hlásí, že by výsledná hodnota měla být větší než 1. Níže uvedená tabulka ukazuje, že zlaté bilanční pravidlo je splněno, tj. že stálá aktiva jsou plně financována dlouhodobým kapitálem. Zlaté pari pravidlo je také splněno, což svědčí o 100% krytí aktiv vlastními zdroji.

Tab. 20 Zlatá pravidla financování – výsledky výpočtu

Zlatá pravidla financování	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zlaté bilanční pravidlo	-0,04	0,55	1,24	0,81	0,87	1,48	1,74	1,81
Zlaté pravidlo vyrovnávání rizik	-0,01	0,14	0,24	0,10	0,04	0,03	0,68	0,99
Zlaté pari pravidlo	-0,07	0,55	1,22	0,71	0,15	0,12	1,52	1,81

Zdroj: vlastní zpracování

Bohužel pravidlo vyrovnání rizik není splněno, podnikání Internet Mall a.s. není dostatečně financováno z vlastních zdrojů.

2.4.4 Bonitní modely

Index bonity

V rámci finanční analýzy byl vypočten index bonity v jednotlivých letech a dle teoretických východisek se dá oceňovaný podnik hodnotit jako velice neúspěšný, ohrožený insolvencí. Vývoj indexu v čase též není jednoznačný, za sedm let podnikání podnik pouze jednou dosáhl kladné hodnoty 0,37, ale ani přitom nebyl v přechodné oblasti.

Tab. 21 Index bonity – výsledky výpočtu

Kritérium	Výpočet	Váha	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
B1	cash flow/cizí kapitál	1,50	0,07	-0,16	-0,08	-0,26	-0,38	-0,43	-0,88	-1,20
B2	aktiva/cizí kapitál	0,08	0,99	1,18	1,26	1,12	1,07	1,06	1,74	2,04
B3	EBIT/aktiva	10	-0,19	-0,08	-0,01	-0,07	-0,16	-0,08	-0,11	-0,13
B4	EBIT/tržby	5	-0,05	-0,02	0,00	-0,02	-0,06	-0,03	-0,04	-0,05
B5	zásoby/tržby	0,3	0,08	0,09	0,12	0,11	0,11	0,11	0,13	0,13
B6	tržby/aktiva	0,1	4,06	3,87	3,33	3,09	2,61	2,33	2,64	2,45
Index bonity			-1,46	-0,64	0,18	-0,78	-2,11	-1,20	-2,15	-2,90

Zdroj: vlastní zpracování

Kralíčkův Quick Test

Jak již bylo uvedeno v teoretické části, Kralíčkův Quick Test spočívá ve výpočtu čtyř základních ukazatelů, které se pak hodnotí dle bodové stupnice. Vypočtené hodnoty jsou uvedeny níže:

Tab. 22 Kralíčkův Quick Test – výsledky výpočtu

Quick Test – ukazatele	31.03.2012	31.03.2013	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017	31.03.2018
Kvóta vlastního kapitálu	-0,01	0,12	0,19	0,09	0,04	0,03	0,39
Doba splácení dluhu z CF	-8,00	-37,18	27,72	-24,09	-7,48	61,26	-128,63
CF/tržby	-0,03	-0,01	0,01	-0,01	-0,04	0,01	0,00
ROA	-0,19	-0,08	-0,01	-0,07	-0,16	-0,08	-0,11

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledkům byly přiděleny příslušné body, jež byly nakonec sečteny.

Tab. 23 Kralíčkův Quick Test – bodové hodnocení

Quick Test – body	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kvóta vlastního kapitálu	0	2	2	1	1	1	4	4
Doba splácení dluhu z CF	1	4	4	4	4	4	4	4
Rentabilita CK	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční výkonnost	0	4	0	4	4	4	4	4
Celkový výsledek	1	10	6	9	9	9	12	12

Zdroj: vlastní zpracování

Z analýzy výsledků plyne, že dle Králíčkovy Quick testu lze podnik považovat za velice úspěšný, produktivní a optimalizovaný. Pouze v roce 2016 podnik spadl do přechodného rozmezí, ale ne výrazně.

Závěr finanční analýzy

Finanční analýza společnosti Internet Mall a.s. byla provedena za účelem zjištění, jestli je podnik finančně zdravý a splňuje princip going concern.

Hodnoty zadlužení se v posledních letech výrazně zlepšily, tj. současně podnik financuje několikanásobně větší část aktiv vlastními zdroji, než tomu bylo předtím. Je ale nutné zmínit, že výsledky minulých let nebyly pozitivní, což svědčí o historicky nestabilní situaci, která se teprve napravuje. Nedostatečné úrokové krytí působí jako rizikový faktor i přesto, že se nejedná o ohrožení životaschopnosti podniku. Nedostatečné financování aktiv vlastními zdroji potvrzuje i nesplnění pravidla vyrovnaní rizik a extrémně nízké hodnoty rentability.

Ve vztahu ke krátkodobé finanční stabilitě výsledky likvidit hovoří ve prospěch podniku: běžná a pohotová likvidita se pohybují v doporučených hodnotách a stále se zlepšují. Pozitivní výsledky z analýzy aktivity také příznivě působí na finanční zdraví, společnost dlouhodobě dosahuje rychlé obrátkovosti a stále ji snižuje. Výsledky Králíčkovy Quick testu charakterizují podnik jako úspěšný a finančně zdravý, zlaté bilanční pravidlo a zlaté pari pravidlo jsou také splněna a přispívají k pozitivním výsledkům.

Model IB naopak tento podnik indikoval jako ohrožený bankrotem a velice neúspěšný. Za posledních sedm let podnikání Internet Mall a.s. ani jednou nedosáhlo příznivých hodnot.

Musím zmínit, že takto nejednoznačnou finanční analýzu spojuji zejména s náročnými dlouhodobými finančními cíli podniku, jejichž dosažení vyžaduje velké finanční ztráty i v průběhu několika let. Jelikož je společnost financována vnějšími investory, jež jsou též zaměřeni na dlouhodobou strategii, pro niž jsou schopni se vzdát dividend v krátkém období, stupně rizika ve vztahu k zadluženosti nepovažují za kritickou. Internet Mall a.s. si může dovolit být ve ztrátě i prvních 10 let podnikání, cizí zdroje čerpá úmyslně a většinou jen v rámci skupiny.

V rámci provedené finanční analýzy nebyl nalezen vážný ekonomický důvod pro znemožnění fungování tohoto podniku v budoucnosti, proto lze říct, že společnost Internet Mall a.s. splňuje princip going concern.

2.5 Analýza a prognóza generatorů hodnot

Pro správné zpracování finančního plánu je nutné předem provést analýzu a prognózu generatorů hodnoty, tj. skupiny určitých charakteristik, které dohromady tvoří hodnotu podniku. Tato analýza se zaměřuje na základní parametry, které vytváří zisk, většinou se jedná o: tržby, ziskovou marži, investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, diskotní míra, zdroje financování atd.

Tržby

Pro prognózování tržeb jsem zkusila najít korelaci mezi růstem celého odvětví e-commerce a vývojem tržeb Internet Mall a.s a výpočet ukázal, že růst tržeb odvětví vykazuje 95% korelaci se změnou obratu internetových obchodů. Během dalšího zkoumání jsem se snažila najít závislost mezi změnou HDP a odvětvím online nakupování, ale ve výsledku se ukázalo, že obraty e-shopů nejsou dostatečně závislé na růstu HDP.

Tab. 24 Vývoj a prognóza tržeb pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	2 804 651	3 238 152	4 454 077	5 704 370	5 778 142	6 587 225	7 097 973	8 376 674
Zásoby	213 684	284 502	535 284	638 799	644 514	747 756	895 164	1 091 379
Pohledávky	117 071	264 105	266 729	812 915	726 267	1 304 216	937 836	1 213 956
Krátkodob. neúroč. závazky	695 683	709 192	1 050 931	1 618 430	1 635 166	1 805 938	1 391 100	1 657 873
Doba obratu zásob	27	32	43	40	40	41	45	47
Doba obratu pohledávek	15	29	22	51	45	71	48	52
Doba obratu krátkodob. neúroč. závazků	89	79	85	102	102	99	71	71

Prognóza				
2019	2020	2021	2022	2023
9 214 341	10 135 776	11 149 353	12 264 288	13 490 717
1 023 816	1 126 197	1 238 817	1 362 699	1 498 969
1 279 770	1 407 747	1 548 521	1 703 373	1 873 711
2 047 631	2 252 395	2 477 634	2 725 397	2 997 937
40	40	40	40	40
50	50	50	50	50
80	80	80	80	80

Zdroj: vlastní zpracování

Tržní podíl Internet Mall a.s. je poměrně stabilní, proto předpokládám, že vývoj tržeb podniku bude přímo úměrný růstu tržeb v sektoru online nakupování. Z níže uvedeného výpočtu vyplývá, že by se mohlo jednat o meziroční nárůst ve výši 15%. Tuto hodnotu potvrzují i odborné výzkumy uvedené v strategické analýze, které stanoví předpokladný růst tržeb českých online-obchodů v rozmezí 15-17%.

Jelikož sektor online nakupování částečně dosáhl svého vrcholu a Internet Mall a.s. zároveň nemá dominující tržní podíl, pro výpočet bude použité snížené procento nárůstu tržeb a to 10%.

Zisková marže

Dalším generátorem hodnoty je zisková marže. Pro kalkulaci a prognózu je nutné předem provést výpočet korigovaného výsledků hospodaření před odpisy a daní. Výsledné částky jsou vyděleny celkovými tržbami podniku v jednotlivých letech. (Mařík a kol., 2011) Prognóza ziskové marže je provedena pomocí metody shora, podrobný výpočet je uveden v tabulce níže.

Tab. 25 Vývoj marže u Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH před daní a odpisy	23897,00	17695,00	77518,00	-35149,00	-226862,00	-9645,00	-84048,00	-248179,00
Tržby	2 804 651	3 238 152	4 454 077	5 704 370	5 778 142	6 587 225	7 097 973	8 376 674
Zisková marže	1%	1%	2%	-1%	-4%	0%	-1%	-3%

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 26 Prognóza marže pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

	Prognóza				
	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH před daní a odpisy	276 430	304 073	334 481	367 929	404 722
Tržby	9 214 341	10 135 776	11 149 353	12 264 288	13 490 717
Zisková marže	3%	3%	3%	3%	3%

Zdroj: vlastní zpracování

Dle Kotlera (2007) zisková marže u velkoobchodu se většinou pochybuje kolem 3%, proto tuto hodnotu budu považovat za směrodatnou.

Ve strategické analýze již bylo zmíněno o zaměrném depengování cen ze strany Internet Mall a.s. za účelem dosažení konkurenčních výhod a vyššího podílu na trhu. Jelikož marže je závislá nejen na růstu celkového trhu, ale i na intenzitě konkurence, dá se zde předpokladat i postupný růst marže rychlejším tempem a to za podmínek dosažení dominujícího postavení na trhu.

Provozně nutný pracovní kapitál

Provozně nutný pracovní kapitál se skládá z provozně nutných oběžných aktiv a krátkodobých závazků, tj. jedná se o takový rozsah kapitálu, který je nutný k normálnímu provozu hlavní činnosti podniku.

Z výpočtu vyplývá, že u těchto hodnot meziročně dochází k značným výkyvům, což je spojeno s celkovou nestabilitou vícero ukazatelů ve finančních výkazech. Pro výpočet budou použité hodnoty, které jsou kalkulovány na základě doby obrátu zásob, pohledávek a krátkodobých neúročených závazků.

V rámci analýzy pracovního kapitálu je proveden výzkum minulého vývoje a jeho předpověď. Nutné peněžní prostředky byly stanovené ve výši 22 % krátkodobých závazků a to na základě průměrných hodnot pro skupinu G - Velkoobchod a maloobchod v statistikách CZ-NACE. Výpočet byl proveden dle Maříka a kol. (2011) následovně:

$$\text{Koeficient náročnosti růstu tržeb na PK} = \frac{\Delta \text{ provozně nutného PK}}{\Delta \text{ tržeb}}$$

Výsledky jsou zobrazeny níže:

Tab. 27 Výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na PK pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

	2018	Prognóza				
		2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby	1 091 379	1 023 816	1 126 197	1 238 817	1 362 699	1 498 969
Pohledávky	1 213 956	1 279 770	1 407 747	1 548 521	1 703 373	1 873 711
Peněžní prostředky provozně nutné	364 732	450 479	495 527	545 079	599 587	659 546
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	64 430	64 430	64 430	64 430	64 430	64 430
Krátkodob. neúroč. závazky	1 657 873	2 047 631	2 252 395	2 477 634	2 725 397	2 997 937
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	88 053	88 053	88 053	88 053	88 053	88 053
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.	20% 2011-2018	8%				

Zdroj: vlastní zpracování

Následně byla sestavena projekce provozně nutného kapitálu pro nadcházející období. Výše časového rozlišení aktivního a pasivního byla stanovena na hodnoty roku 2018.

Tab. 28 Důpočet provozně nutného pracovního kapitálu pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

	2018	Prognóza				
		2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby	1 091 379	1 023 816	1 126 197	1 238 817	1 362 699	1 498 969
Pohledávky	1 213 956	1 279 770	1 407 747	1 548 521	1 703 373	1 873 711
Peněžní prostředky provozně nutné	364 732	450 479	495 527	545 079	599 587	659 546
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	64 430	64 430	64 430	64 430	64 430	64 430
Krátkodob. neúroč. závazky	1 657 873	2 047 631	2 252 395	2 477 634	2 725 397	2 997 937
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	88 053	88 053	88 053	88 053	88 053	88 053
Pracovní kapitál provozně nutný	988 571	682 810	753 453	831 161	916 639	1 010 665
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.	20% 2011-2018	8%				

Zdroj: vlastní zpracování

Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu za minulé období činí 19%, v budoucnu by dle předpovědi mělo dojít k poklesu na 5,5%.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou dalším generátorem hodnoty podniku. Provozně nutný dlouhodobý majetek se setává v případě Internet Mall a.s. ze skladů, pozemků, výpočetní techniky a dopravních prostředků. Investice do tohoto druhu aktiv jsou nezbytné pro úspěšné pokračování podniku ve svých činnostech. Jelikož z veřejně dostupných informací nejsem schopna rozpoznat, který dlouhodobý majetek je provozně nutný, budu předpokladat, že 15 % z celkového DM je provozně nenutný majetek.

Cílem analýzy je zjištění koeficientu náročnosti tržeb na investice do provozně nutného DM, který je vypočítán následovně:

$$\text{Koeficient investiční náročnosti tržeb} = \frac{\sum \text{brutto investice do provozně nutného DM}}{\sum \text{tržby}}$$

Pro výpočet je nutné použít údaje o odpisech, které lze najít v odpisových plánech společnosti. Vzhledem k tomu, že odpisové plány nejsou veřejně dostupné, bude se počítat s rovnoměrným růstem odpisů o 10% a se stejným nárůstem tržeb, jelikož korelační koeficient mezi tržby a odpisy u Internet Mall a.s. činí 0,94.

Provozně nutný dlouhodobý majetek je pak dopočten na základě výsledného koeficientu náročnosti a to následujícím způsobem:

Tab. 29 Vývoj a prognóza provozně nutného dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	116 132	179 253	208 831	242 283	596 267	632 422	693 946	910 204
Provozně nutný dlouhodobý majetek	98 712	152 365	177 506	205 941	506 827	537 559	589 854	773 673
Odpisy DM		46 332	56 798	64 100	78 833	121 043	125 088	153 329
Investice netto		53 653	25 141	28 434	300 886	30 732	52 295	183 819
Investice brutto		99 985	81 939	92 534	379 719	151 775	177 383	337 148
Tržby		3 238 152	4 454 077	5 704 370	5 778 142	6 587 225	7 097 973	8 376 674
Investiční náročnost tržeb					3,20%			

Prognóza				
2019	2020	2021	2022	2023
1 058 911	1 222 489	1 402 424	1 600 353	1 818 075
900 074	1 039 115	1 192 061	1 360 300	1 545 364
168 662	185 528	204 081	224 489	246 938
126 401	139 041	152 945	168 240	185 064
295 063	324 569	357 026	392 729	432 002
9 214 341	10 135 776	11 149 353	12 264 288	13 490 717
			3,20%	

Zdroj: vlastní zpracování

Celková prognóza generátorů hodnoty ukázala, že se základní zdroje zisku v perspektivě několika let zlepší a budou nabývat stabilních hodnot, tj. budou dlouhodobě udržitelné. V následující kapitole je následně sestaven finanční plán.

2.6 Finanční plán

Sestavení finančního plánu nese pouze orientační charakter, vychází z historických údajů z veřejně dostupných výročních zpráv podniku, stanovených cílů a předpokládaného růstu celého odvětví.

Internet Mall a.s. předpokládá, že investice do logistiky, IT, technického vybavení, marketingu a vývoj platform umožní dlouhodobé dosahování dalšího růstu obratu, zvýšení postavení značky a růst na zahraničních trzích v rámci skupiny (Výroční zpráva za rok 2017).

Na základě analýzy generatorů hodnot byl sestaven následující výpočet položek rozvahy:

Tab. 30 Finanční plán rozvahy pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

Rozvaha	Prognóza				
	2019	2020	2021	2022	2023
Dlouhodobý majetek	1 058 911	1 222 489	1 402 424	1 600 353	1 818 075
Dlouhodobý nehmotný majetek	367 272	461 685	565 541	679 781	805 446
Dlouhodobý hmotný majetek	691 639	760 803	836 884	920 572	1 012 629
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	2 433 024	2 663 383	2 916 777	3 195 511	3 502 118
Zásoby	1 023 816	1 126 197	1 238 817	1 362 699	1 498 969
Krátkodobé pohledávky	1 279 770	1 407 747	1 548 521	1 703 373	1 873 711
Krátkodobý finanční majetek	129 439	129 439	129 439	129 439	129 439
Aktiva celkem	3 491 935	3 885 872	4 319 201	4 795 864	5 320 193
Vlastní kapitál	1 428 654	1 617 827	1 825 917	2 054 817	2 306 606
Cizí zdroje	2 063 281	2 268 045	2 493 284	2 741 047	3 013 587
Rezervy	15 650	15 650	15 650	15 650	15 650
Dlouhodobé závazky	-	-	-	-	-
Krátkodobé závazky	2 047 631	2 252 395	2 477 634	2 725 397	2 997 937
Pasiva celkem	3 491 935	3 885 872	4 319 201	4 795 864	5 320 193

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo zmíněno, český trh v oblasti e-commerce je momentálně přesycen, koncentrace internetových obchodů na jednoho obyvatele je obrovská.

Nepředpokládám možnost a příležitost pro extrémně úspěšný růst či kritický propad v obchodování oceňované společnosti. Cílem je udržování tržního podílu a jeho mírný narůst cca o 10 %. Finanční plán výkazu zisku a ztráty je sestaven následovně:

Tab. 31 Finanční plán výkazu zisku a ztráty pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)

	Prognóza				
	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
Tržby	9 214 341	10 135 776	11 149 353	12 264 288	13 490 717
Výkonová spotřeba	8 189 196	10 541 207	11 595 327	12 754 860	14 030 346
Osobní náklady	780 505	858 556	944 411	1 038 852	1 142 737
Odpisy DM	168 662	185 528	204 081	224 489	246 938
Daně a poplatky	295	324	357	392	432
Ostatní provozní výnosy	32 085	32 085	32 085	32 085	32 085
KPVH	107 768	118 545	130 400	143 440	157 784
Výnosy z neprovozního majetku	- 23 806	- 23 806	- 23 806	- 23 806	- 23 806
VH před zdaněním	83 962	94 739	106 594	119 634	133 978
Daň z příjmu	68 009	76 739	86 341	96 903	108 522
VH po zdanění	15 953	18 000	20 253	22 730	25 456

Zdroj: vlastní zpracování

Předpokládám zde, že tržby, osobní náklady a odpisy budou růst lineárně a to o 10 %. Ostatní provozní výnosy a výnosy z neprovozního majetku zůstanou nezměněné a to ve výši hodnot z roku 2018. Daně a poplatky také zůstanou na úrovni průměrných hodnot podílu na tržbách. Provozní výsledek hospodaření a výsledek hospodaření před zdaněním jsou vypočteny s předpokladem, že společnost ještě pár let bude masivně investovat, ale v dalších letech již dosáhne výhod plynoucích z těchto investic i vyššího zisku.

2.7 Určení hodnoty podniku

Jak již bylo uvedeno v zadání a úvodní části práce, pro výnosové ocenění Internet Mall a.s. je zvolena metoda diskontovaných peněžních toků DCF entity, občas nazývaná DCF-WACC. Tento způsob výpočtu zahrnuje nejen čistý obchodní majetek, ale investovaný kapitál. Společnost se oceňuje k 31.12.2018.

Pro lepší interpretaci výsledků je proveden výpočet obdobnou metodou EVA entity a aplikován srovnávací přístup pomocí obdobného podniku, Alza.cz.

2.7.1 Ocenění metodou DCF entity

Nejprve je nutné vypočítat volné peněžní toky do firmy, pro které je nutné vymezit investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Předpokládá se, že část majetku nemusí být využívána, tj. negeneruje žádné příjmy.

V rámci generátorů hodnoty se analýza soustředí pouze na provozně potřebný majetek, proto je nutné vyřadit zdroje a z nich plynoucí výnosy a náklady, které s hlavní činností nesouvisí (Mařík a kol., 2011).

Provozně nutný pracovní kapitál byl vypočten dle následujícího schématu:

- (+) zásoby
- (+) krátkodobé pohledávky
- (+) krátkodobý finanční majetek
- (-) krátkodobé dluhy
- (+) časové rozlišení aktivní
- (-) časové rozlišení pasivní

Tab. 32 Výpočet provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	Prognóza				
	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby	1 023 816	1 126 197	1 238 817	1 362 699	1 498 969
Pohledávky	1 279 770	1 407 747	1 548 521	1 703 373	1 873 711
Peněžní prostředky provozně nutné	450 479	495 527	545 079	599 587	659 546
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	64 430	64 430	64 430	64 430	64 430
Krátkodob. neúroč. závazky	2 047 631	2 252 395	2 477 634	2 725 397	2 997 937
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	88 053	88 053	88 053	88 053	88 053
Pracovní kapitál provozně nutný	682 810	753 453	831 161	916 639	1 010 665

Zdroj: vlastní zpracování

Z důvodu nedostatku informací ve výroční zprávě nejsem schopna rozpoznat, který dlouhodobý majetek je provozně nutný. Pro přesnější výpočet budu předpokládat, že 15 % z celkového DM je provozně nenutný majetek.

Tab. 33 Výpočet dlouhodobého majetku provozně nutného(v tis. Kč)

	Prognóza				
	2019	2020	2021	2022	2023
Dlouhodobý majetek	1 058 911	1 222 489	1 402 424	1 600 353	1 818 075
Provozně nutný dlouhodobý majetek	900 074	1 039 115	1 192 061	1 360 300	1 545 364
Odpisy DM	168 662	185 528	204 081	224 489	246 938
Investice netto	126 401	139 041	152 945	168 240	185 064
Investice brutto	295 063	324 569	357 026	392 729	432 002
Tržby	9 214 341	10 135 776	11 149 353	12 264 288	13 490 717

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní lze vypočítat volné CF do firmy, a to následujícím způsobem:

Tab. 34 Výpočet FCFF (v tis. Kč)

	Prognóza				
	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
KPVH před daní	107768	118545	130400	143440	157784
KPVH po daní	87292	96022	105624	116186	127805
Odpisy	168662	185528	204081	224489	246938
Investice do provozně nutného PK	-305761	70643	77708	85478	94026
Investice do provozně nutného DM	126401	139041	152945	168240	185064
FCFF	435 315	71 865	79 052	86 957	95 653

Zdroj: vlastní zpracování

Dále je nutné stanovit WACC, k čemuž je třeba určit náklady na vlastní a cizí kapitál.

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{ck} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{vk(z)}$$

Náklady na cizí kapitál

Podnik má krátkodobé závazky k úvěrovým institucím ve výši 12 677 tis. Kč a dlouhodobé závazky ve výši 15 507 tis. Kč. Úvěry byly poskytnuty v CZK a EUR, jsou splatné k roku 2020. V posledních výročních zprávách Internet Mall a.s. neuvádí úrokovou míru, kterou musí odvádět za bankovní úvěry. Efektivní úroková sazba byla vypočtena na základě údajů, které byly v některých VZ uvedeny.

Internet Mall a.s. většinou pracuje s 3M PRIBOR a 1D PRIBOR sazbami, které k 18.12.2019 dle České národní banky činí:

- 3M PRIBOR činí 2,18 %,
- 1D PRIBOR činí 2,00%.

Tab. 35 Výpočet efektivní úrokové sazby

2012	70 000 000	3M PRIBOR + 4,25%	6,43
2013	70 000 000	3M PRIBOR + 3,3 %	5,48
2013	60 000 000	3M PRIBOR + 3,3 %	5,48
2013	115 294	kontokorent = 3,67%	3,67
2014	70 000 000	3M PRIBOR + 3,3 %	5,48
2014	60 000 000	3M PRIBOR + 3,3 %	5,48
2015	272 925 000	1D PRIBOR + 2,5%	4,5
2016	280 207 000	1D PRIBOR + 2,5%	4,5
Průměrná sazba cizího kapitálu			5,13

Zdroj: vlastní zpracování

Z následujícího výpočtu plyne, že náklady na cizí kapitál je vyjádřen sazbou 5,13 %, pokud budeme vycházet pouze z dostupných údajů.

Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál použijeme model CAMP a následující postup:

$$r_d = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

kde r_m je tržní úroková míra,

r_f je bezriziková úroková míra,

β je koeficient měřící systematická rizika podniku.

Pro výpočet r_f byl vypočten aritmetický průměr z výnosů desetiletých českých státních dluhopisů od roku 2009 (ČNB. Výnos dluhopisu 10R – ČR, 2020). Bezriziková úroková míra se rovná 2,06 %.

Tab. 36 Výpočet bezrizikové úrokové míry

30.11.2009	4,19
30.11.2010	3,59
30.11.2011	3,67
30.11.2012	1,92
30.11.2013	2,18
30.11.2014	0,87
30.11.2015	0,49
30.11.2016	0,55
30.11.2017	1,68
30.11.2018	2,07
30.11.2019	1,47
Průměr	2,06

Zdroj: vlastní zpracování

Za tržní úrokovou míru r_m byla zvolena roční změna hodnoty indexu Pražské burzy PX, který k 19.12.2019 činí 12,32 %. Tím pádem prémie za riziko, které se vypočítává jako rozdíl ($r_m - r_f$), činí 10,26 %.

Koeficient β byl stanoven pomocí údajů převzatých z internetových stránek amerického profesora Damodarana a pro odvětví Online Retail činí 1,12 (Betas by Sector, 2020)

$$r_d = 2,06 + 1,12 (12,32 - 2,06) = 2,06 + 1,12 * 10,26 = 13,55 \%$$

Náklady vlastního kapitálu činí 13,55 %.

Výsledné hodnoty dosazujeme do vzorce pro výpočet WACC. Jelikož se jedná o ocenění k 31.12.2018, ale poslední výroční zpráva je k 31.03.2018, do vzorce dosazují vlastní odhad CK a VK k 31.03.2019. Sazba daně z příjmu právnických osob činí 19 %.

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{ck} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{vk(z)}$$

$$WACC = \frac{2063281}{3491935} * 5,13 \% * (1 - 19\%) + \frac{1428654}{3491935} * 13,55\% = 0,08$$

Průměrné vážené náklady kapitálu činí 0,08 tj. 8%.

Tab. 37 Výpočet současné hodnoty 1.fáze (v tis. Kč)

	Prognóza				
	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
WACC	0,08				
Diskontované FCFF	403 069	61614	62756	63919	65103
Současná hodnota 1. fáze	656464				

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet druhé fáze stanovíme pokračující hodnotu dle Gordonova vzorce, kde za tempo růstu g dosadím 3 %:

Tab. 38 Výpočet současné hodnoty 2.fáze (v tis. Kč)

FCFF t+1	105 218
PH	2 104 804
Současná hodnota PH	1 326 461

Zdroj: vlastní zpracování

Finální výpočet ocenění se pak dopočítá dle následujícího postupu:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{PH}{(1 + WACC)^T}$$

Tab. 39 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF

Hodnota podniku brutto	1 982 925
Hodnota neprovozního majetku	136 531
Hodnota podniku netto	2 119 456

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná částka tedy činí 2 119 456 000 Kč pro rok 2018.

2.7.2 Test tvorby hodnoty EVA

Test tvorby hodnoty zkoumá, zda firma tvoří ekonomický zisk pomocí ukazatele Economic value added. Používáme pro něj značení EVA.

Zjednodušený výpočet EVA vychází ze vzorce:

$$EVA = NOPAT - WACC * NOA_{t-1}$$

Poslední neznámou je WACC, stanovila jsem hodnotu pro každý rok zvlášť podle vzorce:

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{ck} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{vk(z)}$$

Nyní máme vypočítané všechny potřebné hodnoty pro výpočet EVA.

Tab. 40 Výpočet metodou EVA – 1. Fáze (v tis. Kč)

	Prognóza				
	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT	87292	96022	105624	116186	127805
NOA	1741721	1975942	2233585	2516992	2828740
WACC	0,08				
WACC*NOA _{t-1}	151902	139338	158075	178687	201359
EVA	-64610	-43316	-52452	-62501	-73555
Diskontovaná EVA	-59824	-37137	-41638	-45940	-50060
Současná hodnota 1. fáze	-234598				

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 41 Výpočet metodou EVA – 2. Fáze (v tis. Kč)

Tempo růstu g	3%
NOPATt+1	131 639
NOAt+1	3171663
EVAt+1	-122094
PH	-2441884
Současná hodnota PH	-1538801
1. fáze + 2. fáze	-1773399
Hodnota podniku brutto	125 376
Hodnota podniku netto	261 907

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet potvrdil výkyvy i v ekonomických hodnotách týkajících se zisku a ztrát.

2.7.3 Srovnací přístup

Pro porovnání jsem zvolila internetový obchod Alza.cz, který nabízí podobné zboží jako Mall. V tabulce výše je uvedena hodnota ocenění pro Alzu pro rok 2018, která byla vypočítána stejnou metodou. (Svider, 2019)

Tab. 42 Aplikování srovnací metody (v tis. Kč)

	Alza	MALL
Ocenění pro rok 2018	18 604 538	2 119 456
KPVH	988 597	-248 179
FFCF	789 421	-725658
Tržní náklady cizího kapitálu	1,82%	5,13%
Tržní náklady vlastního kapitálu	11,33%	13,55%
CK/K	0,25%	49,03%
VK/K	99,75 %	48,38%

Zdroj: vlastní zpracování

Údaje, které jsou uvedeny pod hodnotou ocenění pro daný rok, vysvětlují vysoký rozdíl mezi cenami těchto e-shopů.

Závěr ocenění

Z údajů společnosti Internet Mall, a.s. byl proveden test hodnoty, který zkoumá ekonomický zisk pomocí ukazatele Economic Value Added, který je znám pod označením EVA. Hodnoty, které z tohoto výpočtu vyšly je evidentní, že v této společnosti dochází k výkyvům. V prvních letech dosahovala společnost zisku, ale od roku 2015 jsou hodnoty záporné, nicméně dochází ke snižování záporné hodnoty.

Již při analýze rozvahy bylo zjištěno, že abnormálně vysoké výkyvy nejsou u této společnosti výjimečné. Veškeré tyto výkyvy odůvodňují následující fakta. Společnost se právě po roce 2014 hojně věnovala rozšiřování sortimentu, investovala do nových poboček, logistických center a výdejních míst. Dále investovala do reklamní kampaně, mimo jiné i do televizní reklamy. Společnost také využívá majetek na finanční leasing, který ale zatím není evidován jako její dlouhodobý hmotný majetek. Dochází též k výkyvům v dlouhodobých pohledávkách, což je zapříčiněno obchodními styky se spřízněnými stranami a poplatky za služby vůči spřízněným stranám. Společnost Internet Mall, a.s. má většinu pohledávek a závazků v rámci skupiny, je tedy pravděpodobně využíván Cash pooling jako nástroj k zajištění finančních zdrojů a současně výhodného úročení prostředků vložených na bankovních účtech společnosti v rámci koncernu. Další výkyvy mohou být způsobeny převodem ztráty do nerozdělených ztrát minulých let.

I přes tato fakta byla odhadnuta hodnota společnosti Internet Mall, a.s. na 2 119 456 000 Kč pro rok 2018. Na závěr byla ještě porovnána tato hodnota s e-shopem Alza.cz, který nabízí podobný sortiment zboží jako Mall. Hodnota tohoto e-shopu byla sice v roce 2018 odhadnuta na více než šestinásobnou, ale jelikož je Alza.cz označována za jedničku českého trhu v e-commerce, dala se vyšší hodnota předpokládat.

Jak již bylo řečeno Internet Mall, a.s. se v uplynulých letech soustředil na investice do rozvoje společnosti. V následujících letech je pro druhý největší e-shop v České republice očekávána spíše stabilizace.

Závěr

Na závěr je třeba říct, že všechny cíle stanovené v této práci považuju za splněné. Zaprvé byly vymezeny základní východiska, která jsou nutná pro proces ocenění. Byl podrobně popsán jak samotný postup při zpracování ocenění, tak i různé metody pro výpočet hodnoty podniku. V teoretické části byly charakterizovány principy strategické a finanční analýzy, způsoby prognózování finančních výkazů.

Zadruhé v rámci této diplomové práce byla provedená pečlivá analýza nejen předmětu ocenění, ale celého odvětví e-commerce, které se stává čím dále perspektivnějším.

Zatřetí byl důkladně prozkoumán podnik Internet Mall a.s. Byly prozkoumány vše dostupné výroční zprávy za posledních 8 let, na jejichž základě byl prognózován další vývoj společnosti. Bylo ověřeno splnění předpokladu going concern a to na základě výpočtu generatorů hodnot.

Nakonec byla zjištěna hodnota podniku Internet Mall a.s. pomocí metody diskontovaných peněžních toků, který byl podepřen následným výpočtem EVA a srovnávacím přístupem.

I přesto, že se jednalo o poměrně velký a úspěšný obchod, hodnota podniku Internet Mall a.s. byla pomocí metody DCF entity stanovena na 2 119 456 000 českých korun. Nízká hodnota je především spojená s masivními investicemi a dlouhodobými plány, které předpokládají krátkodobé ztráty v prvních letech. Většinu závazků má vůči spřízněným stranám, neriskuje svým majetkem a neplatí vysoké úroky za poskytnutý kapitál.

Společnost má vysoké cíle, masivně investuje a rozšiřuje se. Je obecně známo, že se jedná o velice důvěryhodný podnik se silným postavením na trhu, který je součástí dynamické skupiny pohlcující další velké internetové obchody Evropy. Věřím, že v následujících letech podnik nakonec dosáhne svých cílů a začne generovat vyšší zisky dle svých plánů, čímž také zvýší svoji hodnotu.

Seznam literatury

ALVORD, B. Creating A Performance Based Culture In Your Workplace. Washington: Alera, 2012. 350 s. ISBN 978-1105-576072

Betas by Sector. People.stern.nyu.edu [online]. 2020, leden 2020 [cit. 2020-04-17]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Channelworld. Češi nejčasteji nakupují v čínských a německých obchodech. Channelworld [online]. 2020 [cit. 2020-01-12]. Dostupné z: <https://channelworld.cz/retail/cesi-nejcasteji-nakupuji-v-cinskych-nemeckych-a-americkyeh-e-shopech-paypal-16664>

ČNB. Výnos dluhopisu 10R - ČR. Kurzy.cz [online]. 2020 [cit. 2020-01-04]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>

ČSÚ. Analýza ekonomického vývoje v roce 2018 [online]. 16. srpna 2019 [cit. 2020-02-29]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/123205649/32030519a.pdf/e4a4fa5b-c0d2-4731-b4ec-162020a4a6f7?version=1.1>

ČSÚ. Maloobchod - říjen 2019 [online]. 06. prosince 2019 [cit. 2020-02-04]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cr/maloobchod-rijen-2019>

ČSÚ. Věková struktura k 31. 12. 2019 - Česká republika [online]. 31. prosince 2019 [cit. 2020-01-03]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/staticke/animgraf/cz/index.html?lang=cz>

ČSÚ. Vývoj českého trhu práce – 3. čtvrtletí 2019 [online]. 4. prosince 2019 [cit. 2020-01-13]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/91606705/cpmz120419_analyza.pdf/76863333-da25-4539-9a02-5d281b2b6409?version=1.0

ČTK. Průzkum: zákazníci se v e-shopech rozhodují dle dostupnosti a ceny. ČTK [online]. 2020 [cit. 2020-01-15]. Dostupné z: <https://www.ceskenoviny.cz/zpravy/pruzkum-zakaznici-se-v-e-shopech-rozhoduji-dle-dostupnosti-a-ceny/1747839>

DVOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK. Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí. V Praze: C.H. Beck, 2012. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-224-3

E15.cz. Tržby českých e-shopů prudce stoupají. E15.cz [online]. 2020 [cit. 2020-07-01]. Dostupné z: <https://www.e15.cz/byznys/obchod-a-sluzby/trzby-ceskych-e-shopu-prudce-stoupaji-1356587>

GRASSEOVÁ, Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. Analýza podniku v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2012. ISBN 978-80-265-0032-2

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International Valuation Standards. London, 2019. ISBN 978-0-9931513-3-3-0

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. Expertní inženýrství v systémovém pojetí. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady. 1. vyd. Praha: GradaPublishing, a.s., 2010. 208 s. ISBN978-80-247-3349-4

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOTLER, Philip a Kevin Lane KELLER. Marketing management. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1359-5.

KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: GradaPublishing, 2009, 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0

MAŘÍK, Miloš a kolektiv. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání, Praha: Ekopress s.r.o., 2011. ISBN 978-80-8692980-4

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5

PORTER, Michael E. On Competition: Updated and Expanded Edition. 2 edition. Harvard Business Review Press, 2008. ISBN 978-1422126967

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena. Strategická analýza. Praha: C.H. Beck, 2000. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-422-8

SVIDER, Oto. Ocenění společnosti Alza.cz a.s. Theses.cz [online]. 2020 [cit. 2020-06-15]. Dostupné z: <https://theses.cz/id/vkk77i/>

VÁCLAVÍK, Lukáš. Alza zažila rekordní rok. Chce dobýt i Německo a Rakousko. Cnews [online]. 2020, 1.2.2019 [cit. 2020-01-15]. Dostupné z: <https://www.cnews.cz/alza-vysledky-q4-2018>

VOCHOZKA, M., MULAČ, P. a kol. Podniková ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2012. 570 s. ISBN 978-80-247-4372-1

Webové stránky obchodu Mall. Mall.cz [online]. [cit. 2020-07-01]. Dostupné z: <https://www.mall.cz/o-nas>

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1 Porterova analýza pěti sil	21
Obr. 2 Struktura vztahů ve skupině k 31.03.2018.....	37
Obr. 3 Maloobchod - Vývoj tržeb ve stálých cenách.....	39
Obr. 4 Vývoj obratu českých internetových obchodů.....	41
Obr. 5 Čisté půjčky a výpůjčky vládních institucí v členění na subsektory (v mld. korun, běžné ceny).....	42
Obr. 6 Příspěvky jednotlivých složek na změně HDP (objemové indexy, v p.b., růst HDP v %, sezónně očištěno)	43
Obr. 7 Tvorba hrubého fixního kapitálu, sektorové členění (běžné ceny, meziroční změna v mld. korun).....	43
Obr. 8 Hrubý disponibilní důchod a mzdy a platy (meziroční růst v %)	44
Obr. 9 Projekce obyvatelstva ČR do roku 2100. Očekávaná struktura přírůstku..	45
Obr. 10 Rozložení věkových skupin v ČR	46
Obr. 11 Vývoj výdajů na spotřebu domácností (meziroční změna výdajů v mld. korun), míry úspor a investic (v % na pravé ose)	46
Obr. 11 Tržby největších českých online obchodů za 2018 rok (v mld. Kč)	49

Seznam tabulek

Tab. 1 Bodové hodnocení dle Kraličkova Quick Testu	34
Tab. 2 Struktura tržeb za zboží prodaného přes Internet (v %).....	40
Tab. 3 Meziroční míra inflace v ČR - celkem (v %)	44
Tab. 4 Osoby nakupující na internetu (v %)	47
Tab. 5 SWOT analýza společnosti Internet Mall a.s.....	51
Tab. 5 Základní položky rozvahy Internet Mall a.s. za posledních 8 let (v tis. Kč)52	
Tab. 6 Horizontální analýza aktiv – absolutní změna (v tis. Kč)	53

Tab. 7 Horizontální analýza aktiv – relativní změna	53
Tab. 8 Horizontální analýza pasiv – absolutní změna (v tis. Kč)	54
Tab. 9 Horizontální analýza pasiv – relativní změna	54
Tab. 10 Vertikální analýza pasiv – relativní změna	55
Tab. 11 Základní položky výkazu zisku a ztráty Internet Mall a.s. za posledních 8 let (v tis. Kč)	55
Tab. 12 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty – absolutní změna (v tis. Kč).....	56
Tab. 13 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty – relativní změna.....	56
Tab. 14 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty – relativní změna.....	57
Tab. 15 Výpočet ukazatelů rentability	57
Tab. 16 Roklad rentability.....	57
Tab. 17 Výpočet ukazatelů aktivity (v dnech)	58
Tab. 18 Výpočet ukazatelů likvidity	58
Tab. 19 Výpočet ukazatelů zadluženosti	59
Tab. 20 Zlatá pravidla financování – výsledky výpočtu	59
Tab. 21 Index bonity – výsledky výpočtu.....	60
Tab. 22 Kraličkův Quick Test – výsledky výpočtu.....	60
Tab. 23 Kraličkův Quick Test – bodové hodnocení	60
Tab. 24 Vývoj a prognóza tržeb pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)	62
Tab. 25 Vývoj marže u Internet Mall a.s. (v tis. Kč)	63
Tab. 26 Prognóza marže pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)	63
Tab. 27 Výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na PK pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)	64
Tab. 28 Dopočet provozně nutného pracovního kapitálu pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)	64
Tab. 29 Vývoj a prognóza provozně nutného dlouhodobého majetku (v tis. Kč)	65
Tab. 30 Finanční plán rozvahy pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč).....	66
Tab. 31 Finanční plán výkazu zisku a ztráty pro Internet Mall a.s. (v tis. Kč)	67

Tab. 32 Výpočet provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč).....	68
Tab. 33 Výpočet dlouhodobého majetku provozně nutného(v tis. Kč).....	68
Tab. 34 Výpočet FCFF (v tis. Kč)	69
Tab. 35 Výpočet efektivní úrokové sazby	69
Tab. 36 Výpočet bezrizikové úrokové míry.....	70
Tab. 37 Výpočet současné hodnoty 1.fáze (v tis. Kč).....	71
Tab. 38 Výpočet současné hodnoty 2.fáze (v tis. Kč).....	71
Tab. 39 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF	72
Tab. 40 Výpočet metodou EVA – 1. Fáze (v tis. Kč)	72
Tab. 41 Výpočet metodou EVA – 2. Fáze (v tis. Kč)	73
Tab. 42 Aplikování srovnávací metody (v tis. Kč).....	73

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Bc. Vitaliia Smyshliaeva		
STUDIJNÍ PROGRAM/OBOR/SPECIALIZACE	6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku		
NÁZEV PRÁCE	Ocenění společnosti Internet Mall a.s.		
VEDOUČÍ PRÁCE	doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA		
KATEDRA	KFU – Katedra financí a účetnictví	ROK ODEVZDÁNÍ	2020
POČET STRAN	82		
POČET OBRÁZKŮ	11		
POČET TABULEK	42		
POČET PŘÍLOH	0		
STRUČNÝ POPIS	<p>Cílem této diplomové práce je ocenění akciové společnosti Internet Mall výnosovou metodou za účelem potenciálního prodeje.</p> <p>Diplomová práce je rozdělena do dvou částí: teoretické a praktické. První část je věnována teoretické základně ve vztahu k problematice oceňování podniku. Tato část práce je věnována zejména postupům při ocenění podniků, popisuje konkrétní kroky procesu, které pak budou aplikovány v praktické části práce.</p> <p>Praktická část začíná analýzou, která slouží základem pro zpracování samotného ocenění v praktické části, určuje současný stav podniku a trhu, formuje výhled do budoucna a ověřuje splnění předpokladu pro going concern.</p> <p>Druhá polovina praktické části práce je věnována výpočtu hodnoty podniku metodou DCF entity, která je doplněna metodou EVA a srovnávacím přístupem.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	Ocenění podniku, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, DCF Entity, metoda EVA, going concern		

ANNOTATION

AUTHOR	Bc. Vitaliia Smyshliaeva		
FIELD	6208T138 Corporate Finance Management in the Global Environment		
THESIS TITLE	Valuation of the Internet Mall company		
SUPERVISOR	doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA		
DEPARTMENT	KFU - Department of Finance and Accounting	YEAR	2020
NUMBER OF PAGES	82		
NUMBER OF PICTURES	11		
NUMBER OF TABLES	42		
NUMBER OF APPENDICES	0		
SUMMARY	<p>The aim of this diploma thesis is the valuation of the Internet Mall company and to determine its market for the purpose of potential sale.</p> <p>The diploma thesis is divided into three parts: theoretical, analytical and practical. The first part is devoted to the theoretical basis in relation to the issue of business valuation. This part of the work is mainly devoted to the procedures for valuing companies, describes the specific steps of the process, which will then be applied in the practical part of the work.</p> <p>The practical part begins with an analysis, which serves as a basis for processing the valuation in the practical part, determines the current state of the company and the market, shapes the outlook for the future and verifies the fulfillment of the premise for going concern.</p> <p>The second half of the practical part of the work is devoted to the calculation of the value of the company using the DCF entity method, which is supplemented by the EVA method and a comparative approach.</p>		
KEY WORDS	Company valuation, market value, strategic analysis, financial analysis, value generators, financial plan, DCF Entity, EVA method		