

Valuace společnosti Amazon pomocí vybraných oceňovacích metod

Bc. Marek Šrám

Diplomová práce
2023



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2022/2023

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: Bc. Marek Šrám
Osobní číslo: M20826
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Finance
Forma studia: Prezenční
Téma práce: Valuace společnosti Amazon pomocí vybraných oceňovacích metod

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši týkající se problematiky valuace podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte společnost Amazon za pomoci strategické a finanční analýzy.
- Na základě vybraných oceňovacích metod stanovte hodnotu společnosti Amazon.
- Formulujte závěrečná doporučení pro investory.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

- DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third edition. Hoboken: Wiley, 2012, 874 s. ISBN 9781118011522.
- GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2021, 216 s. ISBN 9788027131228.
- HITCHNER, James R. *Financial Valuation: Applications and Models*. Fourth Edition. Hoboken: Wiley, 2017, 1296 s. ISBN 9781119286608.
- PINTO, Jerald E., Elaine HENRY, Thomas R. ROBINSON a John D. STOWE. *Equity Asset Valuation*. Fourth edition. Hoboken: Wiley, 2020, 720 s. ISBN 9781119628101.
- ROBINSON, Thomas R., Elaine HENRY a Michael A. BROIHANN. *International Financial Statement Analysis*. Fourth Edition. Hoboken: Wiley, 2020, 1008 s. ISBN 9781119628057.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jana Přílučiková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **10. února 2023**
Termín odevzdání diplomové práce: **21. dubna 2023**

L.S.

prof. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 10. února 2023

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně dne 21. 4. 2023

Jméno a příjmení: Marek Šrám

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Amazon.com, Inc. za využití vybraných oceňovacích metod. Literární rešerše definuje základní pojmy, představuje jednotlivé oceňovací metody a popisuje postup při valuaci podniku. Analytická část, jejíž náplní je představení společnosti i provedení strategické a finanční analýzy, je základem pro sestavení pětiletého finančního plánu, jenž se uplatní při aplikaci metody DCF v projektové části práce. Ta je zde hlavní metodou pro stanovení hodnoty podniku, její výsledky jsou ale porovnány i s doplňkovou metodou multiples. V závěru práce je nastíněn předpokládaný vývoj společnosti a na základě provedených analýz i odhadu vnitřní hodnoty akcie je vydáno investiční doporučení pro investory.

Klíčová slova: hodnota společnosti, valuační modely, ocenění podniku, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, DCF, multiples, Amazon, e-commerce

ABSTRACT

The main objective of the master thesis is to determine the value of Amazon.com, Inc. using selected valuation methods. The literature review defines the basic concepts, introduces the different valuation methods, and describes the valuation process. The analytical part, which includes the introduction of the company as well as the strategic and financial analysis, is the basis for the development of a five-year financial plan, which is used in the application of the DCF method in the project part. In this thesis, the DCF is the main method for determining the value of the company, but its results are also compared with the complementary method of multiples. The thesis concludes with an outline of the expected development of the company and, based on the analyses performed and the estimate of the intrinsic value of the share, an investment recommendation for investors is issued.

Keywords: company value, valuation models, business valuation, financial analysis, strategic analysis, financial plan, DCF, multiples, Amazon, e-commerce

Tímto bych rád poděkoval vedoucí mé diplomové práce Ing. Janě Přílučkové, Ph.D. za její odborné vedení a cenné rady, které mi vždy ochotně poskytla. Dále bych rád poděkoval své rodině a přátelům za jejich motivaci a podporu v celém navazujícím studiu.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

„Investování je jednoduché, ale ne snadné.“

– Daniel Gladiš

OBSAH

ÚVOD.....	9
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE.....	10
I TEORETICKÁ ČÁST.....	11
1 ZÁKLADY PRO VALUACI PODNIKU.....	12
1.1 DEFINICE PODNIKU A JEHO HODNOTA.....	12
1.1.1 Kategorie hodnoty podniku.....	13
1.2 DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	14
1.3 RIZIKO A ČASOVÁ HODNOTA PENĚŽ.....	15
1.3.1 Obchodní a finanční riziko.....	16
1.3.2 Systematické a nesystematické riziko.....	16
1.4 SPECIFIKUM E-COMMERCE ODVĚTVÍ.....	16
2 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	18
2.1 METODA DISKONTOVANÉHO CASHFLOW (DCF).....	18
2.1.1 Výběr modelu DCF.....	19
2.1.2 Odhad budoucích peněžních toků.....	20
2.1.3 Odhad diskontní míry.....	20
2.1.4 Stanovení hodnoty podniku.....	23
2.2 METODA NÁSOBITELŮ (MULTIPLES).....	24
3 POSTUP PŘI VALUACI PODNIKU.....	27
3.1 SBĚR PODKLADOVÝCH DAT.....	27
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	28
3.2.1 Analýza vnějšího prostředí podniku.....	28
3.2.2 Analýza vnitřního prostředí podniku.....	30
3.2.3 SWOT analýza.....	31
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	31
3.3.1 Absolutní a rozdílové ukazatele.....	32
3.3.2 Poměrové ukazatele.....	32
3.3.3 Souhrnné ukazatele.....	33
3.4 TVORBA FINANČNÍHO PLÁNU.....	34
3.5 MOŽNÉ PROBLÉMY VALUACE A DOPORUČENÍ.....	36
II PRAKTICKÁ ČÁST.....	37
4 ANALYTICKÁ ČÁST.....	38
4.1 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI A ODVĚTVÍ E-COMMERCE.....	38
4.1.1 Zaměření na zákazníky.....	40
4.1.2 Segmentové členění.....	41
4.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	43

4.2.1	Analýza obecného okolí	43
4.2.2	Analýza odvětví	45
4.2.3	Analýza vnitřního prostředí.....	48
4.2.4	SWOT analýza	51
4.3	FINANČNÍ ANALÝZA	51
4.3.1	Horizontální analýza	52
4.3.2	Čistý pracovní kapitál	57
4.3.3	Peněžní cyklus.....	57
4.3.4	Poměrové ukazatele	58
4.3.5	Altmanův model.....	67
4.3.6	Zhodnocení finančního zdraví podniku	68
5	PROJEKTOVÁ ČÁST.....	70
5.1	FINANČNÍ PLÁN	70
5.1.1	Predikce výkazu zisku a ztráty	70
5.1.2	Predikce rozvahy	74
5.2	APLIKACE VYBRANÉ VALUAČNÍ METODY (DCF).....	77
5.2.1	Odhad volných peněžních toků.....	77
5.2.2	Stanovení diskontní míry	79
5.2.3	Stanovení hodnoty společnosti.....	80
5.3	APLIKACE DOPLŇKOVÉ VALUAČNÍ METODY (MULTIPLES)	82
5.3.1	Ukazatel P/S	82
5.3.2	Ukazatel EV/S.....	83
5.4	PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ AMAZONU	85
5.5	HODNOTA SPOLEČNOSTI A FORMULACE INVESTIČNÍHO DOPORUČENÍ.....	86
	ZÁVĚR	89
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ A LITERATURY	90
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	96
	SEZNAM GRAFŮ	98
	SEZNAM TABULEK.....	99
	SEZNAM PŘÍLOH.....	101

ÚVOD

Dynamické odvětví e-commerce ušlo od svého vzniku dlouhou cestu a vzhledem k neustále se rozšiřujícímu přístupu k internetu se stalo běžnou součástí života lidí po celém světě. Průkopníkem a dnešním světovým lídrem je americká společnost Amazon.com, Inc., která se z malého internetového knihkupectví stala jednou z největších společností světa a na základě dat ze serveru Companies Market Cap (2023) se vzhledem k úrovni tržní kapitalizace, výši celkových tržeb a počtu zaměstnanců jedná o nejvýznamnějšího hráče v tomto odvětví. V současnosti Amazon proniká i do dalších rychle se rozvíjejících oblastí v čele s cloudovými, reklamními a předplatitelskými službami, čímž nadále zvyšuje svůj tržní podíl a celosvětovou působnost.

Valuace takto významné a komplexní společnosti je časově i informačně velmi náročná, a to jak z pohledu volby adekvátních oceňovacích metod, tak i vzhledem k potřebě vzájemného propojení dostupných dat. Přínosem této práce je tak usnadnění investičního rozhodování pro potenciální investory, zejména pro ty, kteří nemají přístup k placeným informačním službám, případně pro váhající investory, kteří nákup či prodej akcií Amazonu zvažují, ale ke svému rozhodnutí nemají dostatek informací. Práce může být rovněž přínosem pro studenty účastnící se soutěží v oceňování podniku a určité pasáže mohou být nápomocné i pro prodejce třetích stran, kteří na platformě Amazonu působí. Mezi takové prodejce patří i autor této práce.

Důležitost tématu rovněž podtrhává aktuální vývoj na americkém akciovém trhu, kdy po značně prosperujícím období během pandemie COVID-19, jenž se neslo ve znamení nebyvalého růstu, došlo k výraznému ochlazení a propadu ceny akcií společnosti Amazon na předkrizové úrovně. Otázkou však stále zůstává, zdali propad ceny již dosáhl svého dna a na trhu opět převládne býčí trend, nebo zdali bude pokles pokračovat i nadále. I na tuto otázku se snaží tato diplomová práce nalézt odpověď.

Text je rozdělen do 3 hlavních částí. Nejprve je v rámci teoretické části zpracována literární rešerše vycházející z domácích i zahraničních zdrojů. V analytické části je na základě získaných poznatků provedena finanční a strategická analýza, která slouží jako podklad pro samotné stanovení hodnoty podniku a následně i vnitřní hodnoty akcie v projektové části práce. Závěrem je odhadnut budoucí vývoj společnosti a za využití získaných informací jsou formulována investiční doporučení.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovit pomocí vybraných valuačních metod hodnotu společnosti Amazon.com, Inc., která je veřejně obchodována na americké burze cenných papírů NASDAQ. Tento cíl je naplněn skrze následující dílčí cíle, jenž představují vybraný postup práce.

- a) K pochopení problematiky a metodiky oceňování podniku bude na základě relevantních zdrojů zpracována literární rešerše.
- b) Získané informace a poznatky budou využity při zpracování potřebných analýz, ze kterých budou vycházet další části práce.
- c) Bude vypracován finanční plán, který povede k samotné valuaci podniku i k výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Rovněž bude aplikována doplňková metoda ocenění.
- d) V závěru práce bude odhadnut budoucí vývoj společnosti a budou formulována investiční doporučení.

K dosažení představených cílů budou využity tyto metody:

Ad a) Teoretická část práce bude zpracována pomocí syntézy získaných poznatků z oblasti ekonomie, podnikových financí, strategického managementu a oceňování podniku. Syntéza umožní seskupení všech relevantních informací do jednoho celku, na základě kterého budou prováděna rozhodnutí v dalších částech práce.

Ad b) Metoda analýzy bude základem pro zpracování analytické části práce. Bude provedena strategická analýza sestávající z metody PESTE, Porterova modelu pěti sil a SWOT analýzy. Dále bude na základě historických dat zpracována finanční analýza společnosti vycházející zejména z horizontální analýzy a poměrových ukazatelů.

Ad c) V rámci projektové části se při predikci účetních výkazů uplatní normativní přístup odpovídající na otázku jaká by prognóza měla být a pomocí subjektivního odhadu budou predikovány účetní výkazy společnosti, které se uplatní při stanovení hodnoty podniku.

Ad d) Závěrem bude na základě provedených analýz a odhadu vnitřní hodnoty akcie představen očekávaný budoucí vývoj společnosti doplněný o formulaci investičního doporučení pro potenciální investory.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADY PRO VALUACI PODNIKU

Každé aktivum, ať už finanční nebo reálné, má svoji hodnotu, kterou lze odhadnout za pomoci procesu valuace. Pinto (2015, s. 2) definuje valuaci (ocenění) jako odhad hodnoty aktiva, který je založen buďto na proměnných souvisejících s budoucími výnosy, nebo na porovnání s podobnými aktivy. Hitchner (2017, s. 1, 24) považuje valuaci za proces stanovení hodnoty podniku, obchodního podílu, cenného papíru nebo nehmotného majetku. Zároveň dodává, že oceňování je subjektivní záležitostí, což v praxi často vede k odlišným závěrům. V případě oceňování celé firmy lze valuaci podniku popsat jako proces stanovení jeho hodnoty nebo vlastnického podílu v něm. Před výběrem valuačních metod a samotným oceněním je ale nejprve nutné definovat podnik a jeho hodnotu.

1.1 Definice podniku a jeho hodnota

Definice podniku není v literatuře zcela jednoznačná. Podle Maříka et al. (2018a, s. 17) má pro oceňování největší význam definice obsažená v novém občanském zákoníku, kde byl ale pojem podnik nahrazen pojmem obchodní závod. Obchodní závod (podnik) se zde definuje jako „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*“¹.

Podle Nývltové a Mariniče (2010, s. 11) vnímají ale modernější přístupy podnik jako hodnotový řetězec, kde dochází ke zhodnocování vstupního kapitálu a vytváření výsledné hodnoty. Koller et al. (2020, s. 3) připomíná staletím prověřené tvrzení známého ekonoma Alfreda Marshalla (1890), že podniky vytvářejí hodnotu v případě, kdy návratnost jejich kapitálu převyšuje náklady na tento kapitál.

Základním účelem ocenění podniku je stanovení jeho hodnoty. Čížinská (2018, s. 21) rozlišuje 2 základní úrovně, na kterých je možné podnik ocenit, jsou jimi

- **brutto hodnota**, zohledňující úroveň vlastníků i věřitelů (entity) podniku,
- **netto hodnota**, zohledňující pouze úroveň vlastníků (equity) podniku. Hodnotu netto lze zjistit jako rozdíl brutto hodnoty a cizího kapitálu v podniku.

Hodnota ale rozhodně není totéž, co cena, neboť cena představuje částku, která se za podnik (resp. akcii) platí, zatímco hodnota vyjadřuje, kolik může investor při prodeji této akcie

¹ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 502

obdržet. Hodnotoví investoři by se proto měli snažit vyhledávat akcie s cenou nižší, než je jejich vnitřní (fundamentální) hodnota, přičemž ale platí, že stanovení hodnoty podniku není objektivní záležitostí, ale spíše nepřesným a subjektivním odhadem analytika, který ocenění provádí. Tato subjektivita je dána rovněž skutečností, že mnoho oceňovacích metod pracuje s odhady týkajícími se budoucnosti (Gladiš 2021, s. 30–31). Na další problémy poukazují např. Berzkalne a Zelgalve (2014, s. 887), kteří tvrdí, že stanovení hodnoty není obvykle snadné i z toho důvodu, že různé typy společností se oceňují různým způsobem a výsledná hodnota závisí také na konkrétním důvodu, proč je daná společnost oceňována. Tyto poznatky zdůrazňuje i Mařík et al. (2018a, s. 24), který závěrem dodává, že hodnotu podniku tak lze chápat jako peněžní vyjádření víry v budoucnost podniku.

1.1.1 Kategorie hodnoty podniku

Z výše uvedeného je patrné, že hodnota podniku je subjektivní pojem a lze jej vnímat rozdílně. Z tohoto důvodu rozlišuje Vochozka et al. (2012, s. 117) 4 základní kategorie hodnoty podniku, kterými jsou:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota odpovídá na otázku, kolik je za podnik ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu (Mařík et al. 2018a, s. 26). Hitchner (2017, s. 4) na základě nařízení Ministerstva financí USA definuje tržní hodnotu jako cenu, za kterou by podnik přešel do vlastnictví mezi kupujícím a prodávajícím za podmínky, že ani jeden z nich není nucen ke koupi či prodeji a že oba jsou si vědomi relevantních skutečností. Obdobně je tržní hodnota definována i v mezinárodních oceňovacích standardech (IVCS). Dle Vochozky et al. (2012, s. 118) je tedy předpokladem existence trhu s více kupujícími a prodávajícími, aby byly vytvořeny podmínky pro vznik tržních cen. Tržní stanovení hodnoty podniku se typicky využívá v situaci, kdy při prodeji podniku ještě není znám konkrétní kupující a prodávající chce odhadnout prodejní cenu.

Subjektivní (investiční) hodnota vychází z myšlenky, že hodnota podniku je subjektivní a rozdílná pro každého účastníka transakce (Mařík et al. 2018a, s. 26). Jedná se o přístup, který předpokládá, že podnik je málo aktivní a jedinečné aktivum. Pro jeho ocenění jsou tak

zásadní subjektivní názory účastníků transakce, jenž odráží užítky, které jim podnik může přinést (Vochozka et al. 2012, s. 119). Hitchner (2017, s. 5) uvádí příklad aukce společnosti, kdy je více než pravděpodobné, že každý z uchazečů nabídne za společnost jinou cenu. Nabízené ceny nemovitosti tak vychází ze subjektivního ohodnocení zahrnujícího např. i subjektivní riziko investice pro každého z účastníků aukce.

Jak již bylo uvedeno, objektivní hodnota podniku ze své podstaty neexistuje. Přístup **objektivizované hodnoty** ale odmítá subjektivní pojetí hodnoty a snaží se k objektivní hodnotě alespoň přiblížit s co nejnižší možnou mírou subjektivity. Měla by tedy vycházet jen ze všeobecně uznávaných dat, aby výsledné ocenění od několika na sobě nezávislých znalců poskytovalo výsledky pouze s minimálními rozdíly. Objektivizovaná hodnota se stanovuje zejména s ohledem na analýzu minulosti a přítomnosti, z důvodu velké subjektivity nezahrnuje růstový potenciál podniku v budoucnosti. Jedná se tak o jakousi dolní mez skutečné hodnoty podniku (Vochozka et al. 2012, s. 120–121).

Postoj **Kolínské školy** původem z Německa se v sobě snaží zahrnout to nejlepší z předchozích hodnotových přístupů. Vychází z problematického využití tržní hodnoty v evropských podmínkách, neboť trh s podniky je zde z důvodu nedostatečného množství obdobných transakcí omezen a chybí mu transparentnost. Proto je za reálné ocenění velké části podniků považováno ocenění subjektivní. (Vochozka et al. 2012, s. 121). Samotné ocenění by se ale nemělo upravovat na základě individuálních podnětů, ale na základě obecných funkcí jako je např. funkce poradenská či daňová (Mařík et al. 2018a, s. 38).

1.2 Důvody pro oceňování podniku

Důvodů pro stanovení hodnoty podniku může být mnoho. Podle evropská organizace národních asociací odhadců TEGOVA (2020, s. 56) jsou tyto důvody následující:

- prodej nebo koupě společnosti či její obchodní divize,
- likvidace společnosti,
- fúze s jinou společností nebo naopak rozdělení na samostatné podniky,
- finanční výkaznictví či daňové a právní účely,
- finanční restrukturalizace,
- nepeněžité vklady do jiných společností,
- odhad kotace na burze.

Mařík et al. (2018a, s. 42–43) rozlišuje tyto důvody podle toho, zda souvisí či nesouvisí s vlastnickými změnami. Z důvodů, které neuvádí TEGOVA, patří do první zmíněné skupiny např. ocenění v případě nuceného přechodu účastnických cenných papírů (tzv. *squeeze-out*) nebo ocenění v případě veřejného návrhu na koupi nebo směnu těchto cenných papírů. Pokud nedošlo k vlastnické změně, podnik se oceňuje také z důvodu změny právní formy, v souvislosti s poskytnutím úvěru, případně i v souvislosti s jeho sanací.

1.3 Riziko a časová hodnota peněz

Hodnota jakéhokoliv typu aktiva, tedy i podniku jako celku, je dána současnou (diskontovanou) hodnotou předpokládaných budoucích příjmů, které z tohoto aktiva plynou (Gladiš 2021, s. 24). Se stanovením současné hodnoty se úzce pojí faktor času a faktor rizika.

Faktor času se projevuje ve formě tzv. časové hodnoty peněz. Příjem získaný nyní je cennější než příjem získaný v budoucnosti, neboť současné peněžní prostředky je možné investovat a dosáhnout tak jejich zhodnocení. Očekávané budoucí příjmy plynoucí z podniku je tak nutné pomocí diskontní míry převést na jejich současnou hodnotu. Výše diskontní míry je ovlivněna rizikem, což je komplexní a v investiční praxi velmi subjektivní faktor.

Damodaran (2012, s. 58) popisuje riziko jako pravděpodobnost, že z investice bude získán jiný než očekávaný výnos, přičemž je třeba brát v potaz jak riziko poklesu (výnosy jsou menší než očekávané) tak i riziko růstu (výnosy jsou větší než očekávané). Při měření rizika je důležité brát v úvahu obě varianty a riziko je tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného.

Gladiš (2021, s. 88–92) připomíná, že objektivní definice rizika neexistuje a že riziko lze definovat mnoha subjektivními způsoby. Ve své knize *Akciové investice* nesouhlasí rovněž s definicí dle moderní teorie portfolia, která definuje riziko jednoduše jako volatilitu (směrodatnou odchylku). Toto zjednodušení považuje za chybné, neboť je prý postaveno na předpokladech, které v realitě na trzích neexistují, a navíc nezohledňuje subjektivní pojetí rizika různými investory. Na druhou stranu dodává, že existuje obecně platný vztah mezi rizikem a výnosem, tj. čím větší riziko investor podstupuje, tím vyšší výnos vyžaduje.

Mařík et al. (2018a, s. 58) rozlišuje 2 základní členění podnikatelských rizik, a to na:

- obchodní a finanční riziko,
- systematické a nesystematické riziko.

1.3.1 Obchodní a finanční riziko

Obchodní riziko se skládá z prodejního a provozního rizika. Prodejní riziko bere v potaz situaci, kdy nemusí být dosaženo předpokládaného zisku z důvodu nepříznivého vývoje trhu, na kterém podnik působí. Provozní riziko je pak dáno provozní pákou vyjadřující rozsah, v jakém podnik využívá fixní provozní náklady. Finanční riziko je naproti tomu závislé na velikosti fixních finančních nákladů jako jsou nákladové úroky, dividendy či leasingové splátky. Oba typy rizik mají jak systematickou tak i nesystematickou složku (Mařík et al. 2018a, s. 60–62).

1.3.2 Systematické a nesystematické riziko

Systematické a nesystematické riziko je spojeno zejména s investičním rozhodováním na kapitálovém trhu. Sukrianingrum a Manda (2020, s. 192) tato rizika zkoumali a došli k závěru, že očekávané výnosy vybraného akciového portfolia jsou ovlivněny oběma typy rizik.

Nesystematické (specifické) riziko lze eliminovat diverzifikací a je tak specifické pro každou společnost. Může spočívat ve špatných rozhodnutích managementu, zavádění nových technologií či uplatňování nových a neověřených poznatků v podniku (Mařík et al. 2018a, s. 64).

Systematické (tržní) riziko je obecně považováno za riziko, které nelze eliminovat diverzifikací a netýká se tak pouze konkrétní firmy, ale celého trhu. Příkladem může být hospodářský pokles, který postihne všechny společnosti na daném trhu. Může vzniknout z mnoha důvodů, ať už v důsledku ekonomických faktorů jako je inflace, vysoké daně a úroková míra, nebo také v důsledku přírodních katastrof. Systematické riziko představovala také epidemie COVID-19 a s ní spojené ekonomické důsledky.

Moderní teorie portfolia používá k vyjádření systematického rizika koeficient beta (β), který odráží citlivost vybraného aktiva na změny na trhu. Tento koeficient je nejčastěji využit v modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), který je detailněji popsán v následující kapitole v souvislosti s metodou diskontovaného cash-flow (DCF).

1.4 Specifikum e-commerce odvětví

Oblast elektronického obchodu (z angl. *e-commerce*) je úzce spjata s maloobchodním odvětvím a i pro ni je tak specifický tzv. negativní peněžní cyklus (z angl. *cash conversion*

cycle), který je třeba v rámci analýzy a valuace brát v potaz, neboť ve své podstatě umožňuje podnikům čerpat výhody z bezúročného úvěru, který jim poskytují jejich dodavatelé. Jedná se o nepoměrový ukazatel, jenž měří dobu, za kterou společnost přemění své investice do zásob či jiných zdrojů na peněžní prostředky plynoucí z tržeb. Výpočet se skládá ze 3 dílčích částí, kdy se od součtu doby obratu zásob a doby inkasa pohledávek odečte doba splatnosti závazků (Hayes 2022).

Jednotlivé části ukazatele se podle Hayese (2022) vypočítají následovně, přičemž průměrná výše jednotlivých položek je v následujících vzorcích určena jako průměr stavu na začátku a na konci sledovaného období.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{průměrná výše zásob}}{\text{náklady na zboží a služby}} * 365 \quad (1)$$

$$\text{doba inkasa pohledávek} = \frac{\text{průměrná výše pohledávek}}{\text{tržby}} * 365 \quad (2)$$

$$\text{doba splatnosti závazků} = \frac{\text{průměrná výše závazků vůči dodavatelům}}{\text{náklady na zboží a služby}} * 365 \quad (3)$$

Podniky v různých oblastech obvykle dosahují pozitivního peněžního cyklu, v maloobchodním odvětví a tedy i v e-commerce je ale situace zpravidla odlišná. Za negativním peněžním cyklem stojí velmi dlouhá doba splatnosti závazků, kterou si velké společnosti mohou díky své silné vyjednávací pozici dovolit. Na druhé straně se projevuje rychlý obrat zásob a krátká doba inkasa pohledávek. V praxi tak dochází k tomu, že platby od zákazníků za prodané zboží jsou inkasovány dříve, než je nutné za toto zboží dodavatelům zaplatit, což společností poskytuje výhodu již zmíněného bezúročného úvěru, který mohou okamžitě využít. Z důvodu negativního peněžního cyklu tak mohou podniky v tomto odvětví dosahovat velmi nízkých hodnot čistého pracovního kapitálu a ukazatelů likvidity.

2 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Podle Hitchnera (2017, s. 8) existují následující 3 přístupy k oceňování jakéhokoliv aktiva či podniku, přičemž ale každý z nich může obsahovat několik metod, které ve svém přehledu uvádí např. Mařík et al. (2018a, s. 45). Metody oceňování podniku podle jednotlivých přístupů k ocenění lze podle těchto autorů shrnout následovně.

Výnosový přístup (z angl. *income approach*) zahrnuje zejména:

- metodu diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metodu kapitalizovaných čistých výnosů,
- kombinované výnosové metody.

Tržní přístup (z angl. *market approach*) pracuje s metodami ocenění na základě tržního porovnání, mezi které patří např. metoda srovnatelných podniků a transakcí či metoda odvětvových násobitelů. Obvykle se jedná o metody, které využívají tzv. násobků (z angl. *multiplies*). **Majetkový přístup** (z angl. *asset approach*) pak vychází z různých typů hodnot majetku, mezi které patří např. účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen či substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení či úspory nákladů.

2.1 Metoda diskontovaného cashflow (DCF)

Metoda diskontovaného cashflow (DCF) spadá mezi metody výnosového přístupu a pokouší se odhadnout vnitřní hodnotu aktiva na základě jeho základních fundamentů. Podstata ocenění touto metodou spočívá v časové hodnotě peněz, neboť se pomocí diskontování pokouší vyčíslit současnou hodnotu očekávaných budoucích peněžních toků z aktiva (podniku). Výše diskontní sazby je ovlivněna rizikovostí aktiva, přičemž platí, že čím je aktivum rizikovější, tím je diskontní sazba vyšší a naopak. Hodnota podniku podle DCF je dána následujícím vzorcem:

$$\text{Hodnota (DCF)} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

kde n = počet posuzovaných období, CF_t = budoucí peněžní toky z aktiva v čase t , r = diskontní sazba odrážející rizikovost peněžních toků (Damodaran 2012, s. 11).

Podle Gladiše (2021, s. 31) není pomocí metody DCF na první pohled složitý, její praktické omezení ale spočívá v citlivosti na vstupní data, neboť již drobná změna v nich může vést ke zkreslenosti výsledků. To potvrzuje i Damodaran (2011), který dále dodává, že se jedná o metodu vyžadující mnohem více informací než jiné přístupy k ocenění. Mezi výhody podle něj naopak patří vyšší založení na reálných finančních datech a nižší vystavení náladám na trzích a dále pak nutnost přemýšlet o charakteristikách oceňovaného podniku a porozumět jeho podnikání. Z těchto důvodů se jedná o metodu určenou pro investory, kteří se chtějí spíše zaměřit na „nakupování podniků“ než pouze na samotné akcie.

Pinto (2015, s. 232) uvádí následující kroky jak při použití metody DCF postupovat.

1. Výběr modelu DCF
2. Odhad budoucích peněžních toků (CF)
3. Odhad diskontní míry (r)
4. Stanovení hodnoty podniku

2.1.1 Výběr modelu DCF

V odborné literatuře se nejčastěji zmiňují následující modely DCF.

1. **DCF entity** diskontuje pomocí vážených průměrných nákladů kapitálů (WACC) peněžní toky, které plynou nejen vlastníkům, ale i věřitelům podniku, a vyčísluje tak hodnotu podniku jako celku. Nejprve jsou tyto peněžní toky diskontovány a následně je odečtena hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění, čímž je získána hodnota vlastního kapitálu. V oceňovací praxi i odborné literatuře se jedná o nejčastější valuační metodu (Mařík et al. 2018a, s. 193).
2. **DCF equity** diskontuje pomocí nákladů na vlastní kapitál pouze peněžní toky plynoucí vlastníkům podniku a vyčísluje tak rovnou hodnotu vlastního kapitálu podniku (Koller et al. 2020, s. 178–180). Zvláštním případem DCF equity je **dividendový diskontní model (DDM)**, kdy hodnota vlastního kapitálu je současnou hodnotou očekávaných budoucích dividend (Damodaran 2012, s. 323).
3. **DCF APV** je nejméně využívanou DCF metodou a vychází z hodnoty firmy bez zadlužení, ke které se následně přičte současná hodnota daňové úspory z úroků. Druhým krokem je opět odečtení cizího kapitálu, čímž je získána hodnota vlastního kapitálu (Koller et al. 2020, s. 177–178).

Jednotlivé varianty se tak mezi sebou odlišují použitou diskontní mírou, vymezením očekávaných peněžních toků a typem oceňovaného kapitálu. Neměly by se ale lišit konečným výsledkem (Mařík et al. 2018b, s. 18).

2.1.2 Odhad budoucích peněžních toků

Podle zvoleného DCF modelu se rozlišují 2 základní volné peněžní toky, které nejsou uvedeny v přímo ve zveřejňovaných účetních výkazech podniku a oceňovatel je tak musí na základě dostupných údajů a provedených predikcí odhadnout.

- **Volné peněžní toky do firmy (FCFF)** představují peněžní toky, které z podniku plynou všem investorům podniku, tj. jeho vlastníkům a věřitelům, a které jsou k dispozici po zaplacení všech provozních nákladů (vč. daní) a po provedení nezbytných investic do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. FCFF je tedy peněžní tok z provozní činnosti snížený o kapitálové výdaje (Pinto 2020, s. 317–318). Damodaran (2012, s. 406) pro něj uvádí následující výpočet.

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{daňová sazba}) + \text{odpisy} - \text{kapitálové investice} - \text{změny v pracovním kapitálu} \quad (5)$$

- **Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)** jsou peněžní toky dostupné pouze vlastníkům podniku po odečtení všech úroků a splátek, provozních nákladů a po provedení všech nezbytných investic. FCFE je tedy peněžní tok z provozní činnosti snížený o kapitálové výdaje a splátky cizího kapitálu, příp. navýšený o nově přijatý cizí kapitál (Pinto 2020, s. 317–318). FCFE tak v podstatě představuje dividendy, tj. výplaty podílů na zisku vlastníkům podniku (Mařík et al. 2018b, s. 22). Lze jej určit přímo z FCFF podle vzorce, který uvádí např. Pinto (2015, s. 312).

$$FCFE = FCFF - \text{úrokové náklady} * (1 - \text{daň. sazba}) + \text{čisté výpůjčky} \quad (6)$$

2.1.3 Odhad diskontní míry

Stejně jako stanovení očekávaných budoucích toků z podniku je neméně důležité i co nejpřesnější stanovení diskontní sazby, která zohledňuje faktor času i faktor rizika. Diskontní sazba se obvykle skládá ze 2 složek jimiž jsou

- **bezriziková sazba**, která bývá zastoupena výnosem dlouhodobých státních dluhopisů,

- **riziková prémie**, která představuje přírůžku zohledňující rizikovost investice. Riziková prémie se v případě akcií skládá z rizikové prémie akciového trhu jako celku a z rizikové prémie konkrétní analyzované akcie, aby byla zohledněna rizikovost dané akcie vůči danému trhu (Gladiš 2021, s. 41).

Při použití metody DCF equity se využijí pouze **náklady na vlastní kapitál**, neboť jsou diskontovány pouze peněžní toky plynoucí vlastníkům podniku.

V případě DCF entity se jako diskontní sazba využije **průměrných vážených nákladů na kapitál** (WACC), které zahrnují v různém poměru náklady vlastního i cizího kapitálu. Jejich výpočet je dán následujícím vzorcem:

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{CK} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{VK(z)} \quad (7)$$

kde CK = tržní hodnota cizího kapitálu, K = celková tržní hodnota kapitálu, n_{CK} = náklady na cizí kapitál, d = sazba daně z příjmů (daňový štít), $n_{VK(z)}$ = náklady na vlastní kapitál, VK = tržní hodnota vlastního kapitálu, tj. $K = CK + VK$ (Mařík et al. 2018b, s. 20).

Pro aplikaci vzorce WACC je tedy nutné stanovit nejen tržní hodnotu vlastního a cizího kapitálu, ale především náklady na něj. Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu, které se uplatní ve variantě DCF equity i DCF entity, lze využít několik způsobů, mezi které patří

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- model arbitrážního ocenění (APT),
- stavebnicová metoda.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) je v praxi značně rozšířeným modelem pro stanovení nákladů vlastního kapitálu, který vyjadřuje náklady na vlastní kapitál jako sumu požadovaného výnosu z bezrizikového aktiva a prémie za podstoupení tržního rizika (Palepu et al. 2016, s. 352). Model CAPM vychází z následujícího vztahu:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f] \quad (8)$$

kde $E(R_i)$ = očekávaný výnos cenného papíru i , r_f = bezriziková sazba, β_i = koeficient beta cenného papíru i , $E(R_m)$ = očekávaný výnos kapitálového trhu (Koller et al. 2020, s. 315).

Za bezrizikovou sazbu (r_f) je obvykle dosazován výnos minimálně desetiletých státních dluhopisů, neboť míra jejich rizika je velmi nízká a jejich životnost (splatnost) poměrně dlouhá, což je při ocenění podniku žádoucí (Mařík et al. 2018a, s. 255). Jak ale podotýká

i Gladiš (2021, s. 40–41), je třeba stále pamatovat na skutečnost, že státní dluhopisy nejsou zcela bezrizikové.

Koeficient beta (β_i) pak zohledňuje systematické riziko a vyjadřuje úroveň rizika jednotlivého cenného papíru k riziku kapitálového trhu jako celku. V modelu CAPM je beta jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Koeficient beta se interpretuje následovně.

- Pokud je $\beta < 1$, pak je systematické riziko určitého cenného papíru nižší než tržní systematické riziko a výnosová přírážka by tak měla být nižší než průměrná tržní prémie.
- Pokud je $\beta = 1$, pak je systematického riziko určitého cenného papíru srovnatelné s tržním systematickým rizikem.
- Pokud je $\beta > 1$, pak je systematické riziko určitého cenného papíru vyšší než tržní systematické riziko a výnosová přírážka by tak měla být vyšší než průměrná tržní prémie (Mařík et al. 2018a, s. 253).

Podle Damodarana (2012, s. 184) lze betu odhadnout jedním ze 3 způsobů. Prvním je využití historické bety, kdy je zjišťována regresní závislost mezi výnosem dané akcie a výnosem tržního indexu, tj. trhu jako celku. Obvykle se historická beta počítá za období dlouhé 2 až 5 let. Její slabinou je podle Maříka et al. (2018a, s. 263) jednak využívání historických dat a jednak omezení pouze na společnosti s akciemi obchodovanými na kapitálových trzích. Podle Palepu et al. (2016, s. 353) ale využívají tento způsob i prestižní finanční společnosti jako je Bloomberg či Thomson Reuters.

Jako další způsob uvádí Damodaran (2012, s. 184) odhad tzv. fundamentální bety, která je méně závislá na historických hodnotách a více na konkrétních fundamentálních rozhodnutích podniku, jenž jsou vyjádřeny 3 faktory – oblastí podnikání, provozní pákou a finanční pákou. Třetí možností je využití účetní bety, která namísto tržních cen porovnává ve stejném období změny v ziscích podniku se změnami zisků celého trhu. Mařík et al. (2018a, s. 263) uvádí ještě metodu analogie jejíž podstatou je využití bety podobných obchodovaných podniků.

Dále model CAPM pracuje s pojmem prémie za tržní riziko, což je rozdíl mezi očekávaným výnosem kapitálového trhu ($E(R_m)$) a bezrizikovou sazbou (r_f). Očekávaný výnos cenného papíru pak představuje hledaný náklad vlastního kapitálu (Mařík et al. 2018a, s. 253).

Kromě modelu CAPM lze pro stanovení nákladů vlastního kapitálu využít i modernější **model arbitrážního ocenění (APT)**, který rovněž vychází z předpokladu, že výnos závisí na systematickém riziku. Prémie za tržní riziko zde ale nevychází pouze z faktoru beta, ale z kombinace hned několika makroekonomických faktorů (Kislingerová 2001, s. 198). Koller et al. (2020, s. 324) ale dodává, že samotná implementace modelu je v praxi složitá, protože nepanuje shoda na tom, kolik faktorů existuje, co představují a jak je měřit.

Další možností pro stanovení nákladů vlastního kapitálu jsou různé varianty **stavebnicové metody**, které rizikovou přírážku počítají jako součet více dílčích rizikových přírážek k bezrizikové sazbě. Jednoduchá varianta této metody získává rizikovou přírážku součtem obchodního a finančního rizika. Pro přesnější ocenění je ale žádoucí použít komplexnější varianty této metody (Mařík et al. 2018a, s. 275). Pinto (2007, s. 55–56) ale připomíná, že jedna nebo více rizikových přírážek je obvykle subjektivní, nikoliv podložená modelem jako je CAPM nebo APT. Metoda je tak vhodná pro soukromé společnosti, které se neobchodují na kapitálovém trhu.

2.1.4 Stanovení hodnoty podniku

Po odhadu volných peněžních toků a výpočtu diskontní míry je již možné stanovit pomocí metody DCF hodnotu podniku. Podle Kollera et al. (2020, s. 285) se výsledná hodnota zpravidla určí ve dvou krocích jako součet současné hodnoty odhadovaných peněžních toků (FCFF nebo FCFE) pro prognózované období a tzv. pokračující hodnoty. Tento přístup je podle Maříka et al. (2018a, s. 207) v praxi obvyklý a souhrnně se označuje jako dvoufázová metoda, přičemž reaguje na předpoklad *going concern*, tj. nekonečně dlouhé existence podniku, kdy je nemožné plánovat peněžní toky pro všechny budoucí roky. Pinto (2015, s. 336) uvádí pro výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody a při použití peněžního toku FCFF následující vzorec:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (9)$$

kde n = počet let t v 1. fázi, $FCFF$ = volné peněžní toky do firmy, $WACC$ = vážené průměrné náklady na kapitál, g = tempo růstu pro 2. fázi.

Výpočet pokračující hodnoty vychází v tomto případě z tzv. Gordonova vzorce a předpokládá její setrvalý růst bez jakýchkoliv výkyvů. Výše uvedený vzorec je možné upravit i pro variantu FCFE, kde by namísto $WACC$ byly použity náklady vlastního kapitálu.

Tempo růstu (g) bývá podle Corporate Finance Institute (2023) stanoveno tak, aby dosahovalo vyšších hodnot než činila historická míra inflace (2–3 %) a zároveň bylo nižší než historicky průměrná míra růstu HDP (3–4 %). Pro výpočet pokračující hodnoty je rovněž nutné odhadnout volný peněžní tok pro období $n+1$, což lze provést jednoduchým výpočtem podle následujícího vzorce (Mařík et al. 2018a, s. 212–213), který lze analogicky využít i pro peněžní tok FCFE.

$$FCFF_{n+1} = FCFF_n * (1 + g) \quad (10)$$

Samotnou **pokračující hodnotu** definuje Koller et al. (2020, s. 285) jako hodnotu očekávaných peněžních toků po skončení prognózovaného období, která zpravidla tvoří velké procento celkové hodnoty společnosti. Dodává přitom, že tento vysoký podíl nemusí nutně znamenat, že většina hodnoty společnosti bude vytvořena právě v období pokračující hodnoty. Může se jednat o situaci, kdy společnost v současnosti investuje do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, což se na tvorbě volných peněžních toků projeví až v dalších letech.

Po výpočtu obou fází modelu je při použití DCF entity (FCFF) získána celková brutto hodnota podniku, kterou lze na netto hodnotu převést odečtením úročených cizích zdrojů. V případě využití DCF equity (FCFE) by byla rovnou získána hodnota netto. V závěru oceňování je pak nutné přičíst hodnotu neoperativních aktiv jako jsou peněžní prostředky a obchodovatelné cenné papíry, čímž je získána výsledná hodnota vlastního kapitálu (Mařík et al. 2018a, s. 206). Přičtení úročených cizích zdrojů a odečtení peněžních prostředků a jejich ekvivalentů se v praxi označuje jako úprava o tzv. čistý dluh.

2.2 Metoda násobitelů (Multiples)

Metoda DCF je v praxi nejvyužívanější absolutní metodou ocenění na základě výnosového přístupu, která bývá často doplňována o metodu násobitelů (z angl. *multiples*), jež vychází z přístupu tržního a řadí se k relativním metodám ocenění. Její základní myšlenkou je podle Kollera et al. (2020, s. 367) skutečnost, že podobná aktiva (tedy i celé společnosti) by se měla prodávat za podobné ceny. K tomu se používají různé benchmarky a násobky jako např. nejpoužívanější a velmi známý ukazatel P/E ratio. Tato metoda předpokládá, že podniky ve stejném odvětví a s podobnou výkonností by se měly obchodovat za stejné násobky těchto ukazatelů. Důležitým předpokladem pro aplikaci multiples je sestavení

adekvátní srovnávací skupiny konkurenčních podniků (tzv. peer skupiny), se kterými budou jednotlivé násobky porovnány.

Multiples tedy nejsou ve své podstatě složitou metodou, její hlavní přednost spočívá zejména v rychlém odhadu, který vychází z tržních dat, a který může být proveden i s omezeným přístupem k dalším údajům společnosti. Nevýhodou tohoto přístupu je obtížné stanovení adekvátní peer skupiny, se kterou by měl být podnik porovnán, neboť společnosti se obvykle v určitých aspektech odlišují, což může vést ke zkreslenosti výsledků. Z těchto důvodů by se tak nemělo jednat o hlavní metodu ocenění, jakožto spíše o metodu doplňkovou, případně potvrzující.

Nejpoužívanější ukazatele člení Pinto (2015, s. 362) do dvou kategorií.

- **Násobky ceny** (z angl. *price multiples*) popisuje Kenton (2022) jako poměr, jenž využívá cenu akcie společnosti v kombinaci s příslušnou finanční metrikou na akcii. Mezi běžně používané cenové násobky patří poměr ceny k zisku (P/E), poměr ceny k peněžnímu toku (P/CF) či poměr ceny k tržbám (P/S), který se vypočte následovně.

$$P/S = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{tržby na akcii}} \quad (11)$$

Kenton (2022) dále uvádí, že investoři by měli používat pouze ty cenové násobky, které jsou pro dané odvětví relevantní. Dokonce uvádí příklad Amazonu, kdy pro něj nejčastěji využívané P/E ratio není příliš vhodné, neboť vysoké investice do výzkumu a vývoje zvyšující kapitálové výdaje a snižují aktuální zisky. Podle Damodarana (2017) se pro maloobchodní odvětví používají nejčastější násobky založené na tržbách jako je např. P/S ratio. Analytik by měl ale brát na vědomí, že společnosti mají různou kapitálovou strukturu a míru zadlužení, což výsledné cenové násobky značně ovlivní. To ve své publikaci demonstruje např. Koller et al. (2020, s. 368) a Pinto (2015, s. 426) dodává, že tento důvod je nejčastějším argumentem pro využívání násobků hodnoty, neboť jsou na vliv finanční páky méně citlivé.

- **Násobky hodnoty** (z angl. *enterprise value multiples*) vztahují podle Pinta (2015, s. 426–433) hodnotu podniku k určitému měřítku hodnoty, kterým nejčastěji bývají ukazatele ziskovosti jako je EBITDA či EBIT. Hodnotu podniku lze ale vztáhnout i k celkovým tržbám, čímž je získáno EV/S ratio, které je hlavní alternativou k cenovému násobku P/S. Jeho výpočet je následovný, přičemž hodnota podniku (EV) se dle Hayese (2021) zjistí jako součet tržní hodnoty vlastního kapitálu (tržní

kapitalizace) a tržní hodnoty dluhu, od něhož se odečte hodnota peněžních prostředků, jejich ekvivalentů a krátkodobých investic. Pro přesnější výpočet lze ještě přičíst hodnotu prioritních akcií a menšinového podílu.

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{hodnota podniku}}{\text{celkové tržby}} \quad (12)$$

Analytici využívají pro aplikací násobků různé metody, přičemž Pinto (2015, s. 363–365) uvádí následující dvě. Setkat se lze ale také s metodou srovnatelných transakcí.

- **Metoda srovnatelných podniků** (z angl. *method of comparables*) vychází ze zákona jediné ceny a spočívá v ocenění na základě násobků srovnatelných s násobky podobných aktiv (podniků). Jedná se o relativní ocenění, které pomáhá analytikovu určit, zda je akcie ve vztahu k porovnávaným podnikům podhodnocena, nadhodnocena či spravedlivě oceněna. Jejím důležitým předpokladem je ale i správné ocenění peer skupiny.
- **Metoda vycházející z prognózy fundamentů** (z angl. *method based on forecasted fundamentals*) předpokládá, že základní fundamenty podniku spojené s jeho ziskovostí a finanční silou jsou zdrojem jeho peněžních toků (cash-flow), a proto vztahuje násobky k těmto fundamentům prostřednictvím modelu DCF. Tato metoda tak zahrnuje spíše prognózu základních ukazatelů společnosti než porovnávání s jinými podniky.

3 POSTUP PŘI VALUACI PODNIKU

Valuace podniku nespočívá pouze v samotném výběru vhodné metody ocenění, ale jedná se o komplexní proces. Mařík et al. (2018a, s. 71) uvádí ve zkratce následující postup při ocenění podniku, přičemž ale dodává, že je třeba jej modifikovat podle konkrétních podmínek.

1. Sběr podkladových dat.
2. Analýza dat (zejména strategická a finanční).
3. Tvorba finančního plánu.
4. Valuace podniku.

3.1 Sběr podkladových dat

Před samotnou analýzou a valuací podniku je nutné shromáždit potřebná data, která může oceňovatel získat mnoha způsoby. Obvykle se jedná o prověřování firemních dokumentů a zpráv, osobní návštěvu sídla či provozů podniku nebo třeba o rozhovory s managementem a se zaměstnanci podniku. Důležité je obstarat nejen interní podkladová data, jako je např. výroční či auditní zpráva, ale také mikroekonomická data z vnějšího prostředí, kterými mohou být např. noviny a odborná periodika zaměřená na odvětví, ve kterém podnik působí. Je třeba vzít v úvahu i makroekonomické vnější faktory jako jsou úrokové sazby, inflace, technologické změny, závislost na zdrojích či aktuální legislativní podmínky (Hitchner 2017, s. 59).

Sběr vstupních dat člení Mařík et al. (2018a, s. 72–73) do několika kategorií. Nejprve je nutné získat základní data identifikující oceňovaný podnik jako je název firmy či předmět podnikání. Dalším krokem je obstarání účetních výkazů, výročních či auditorských zpráv a případně i podnikových plánů. Následně je třeba charakterizovat relevantní trh, na kterém se podnik pohybuje, a to včetně jeho konkurence. Důležité jsou rovněž informace o zákaznících, jako jsou data o odbytu, marketing a prodejní ceny i informace o výrobě a dodavatelích podniku. Rovněž by měly být shromážděna vstupní data o zaměstnancích, mzdových nákladech a obecně o situaci na trhu práce.

3.2 Strategická analýza

Palepu et al. (2020, s. 46) považuje strategickou analýzu za důležitý výchozí bod pro následnou finanční analýzu, neboť pro ni poskytuje kvalitativní podklady vycházející ze skutečné podnikatelské činnosti. Umožňuje také identifikovat generátory zisku a klíčová rizika i příležitosti, které se podniku týkají. Strategická analýza se obvykle člení na analýzu vnějšího a vnitřního prostředí podniku.

3.2.1 Analýza vnějšího prostředí podniku

Důležitost analýzy vnějšího okolí spočívá v jejím zaměření na vývojové trendy (zejm. ve společnosti a ekonomice), které mohou podnik významně pozitivně i negativně ovlivňovat. Výsledkem této analýzy by tak měla být identifikace příležitostí a hrozeb, které vnější prostředí pro podnik představuje (Hanzelková et al. 2017, s. 47–48).

FitzRoy et al. (2012, s. 97–98) člení analýzu vnějšího prostředí mimo jiné na:

- analýzu obecného okolí,
- analýzu odvětví.

Analýza obecného okolí

Představuje široké společenské, technické a ekonomické prostředí, ve kterém firmy soutěží. Pro popsání jednotlivých prostředí slouží obvykle PESTE analýza, která v sobě zahrnuje politické, ekonomicko-legislativní, sociálně-kulturní, technologické, a environmentální faktory (FitzRoy et al. 2012, s. 100).

Politická rozhodnutí mohou mít zásadní vliv na ekonomickou situaci země, a proto je třeba sledovat politické faktory, mezi které patří např. pravicové/levicové zaměření vlády či postavení odborů ve společnosti. S nimi úzce souvisí i legislativní faktory, které se mohou projevit např. ve formě antimonopolního zákona. Zásadní jsou pro podniky rovněž ekonomické faktory, které zahrnují např. vývoj HDP, inflace nebo nezaměstnanosti. Skupina sociálních faktorů se může projevit ve formě demografického vývoje či celkového klimatu ve společnosti. Mezi technologické faktory patří objev nových technologií či rychlost zastarávání. Environmentálním faktorem je může být aktuální klimatická změna.

Analýza odvětví

Jedná se o důležitou analýzu z hlediska posouzení atraktivity odvětví, ve kterém podnik působí, neboť strategické cíle podniku jsou stavem odvětví značně ovlivňovány. Skládá se

zejména z analýzy zákazníků, dodavatelů, konkurentů a substitutů (příp. i komplementů). Jejím cílem by měla být nejen identifikace hrozeb, ale také příležitostí (Hanzelková et al. 2017, s. 56–66).

Analýza odvětví by měla odpovědět na následující otázky:

- „*Jak atraktivní jsou odvětví, ve kterých společnost působí, z hlediska trvalé ziskovosti?*“
- „*Jaké je konkurenční postavení společnosti v rámci odvětví, ve kterém působí?*“
- „*Jaká je konkurenční strategie podniku?*“
- „*Jak dobře společnost plní svou strategii?*“ (Pinto 2015, s. 9–10).

Pro analýzu odvětví se nejčastěji využívá **Porterův model pěti sil**, jenž vymezuje faktory, které mají vliv na ziskovost odvětví, ve kterém podnik působí. Uprostřed modelu se nachází konkurenční prostředí vytvářené dalšími podniky v odvětví. Z hlediska strategického řízení a strategických cílů podniku je dle modelu nutné se zaměřit nejen přímo na bezprostřední konkurenty, ale také na další čtyři síly, které konkurenční prostředí, a tedy i ziskovost odvětví, ovlivňují (Thompson et al. 2020, s. 134).

1. Konkurenční prostředí (mezi stávajícími podniky)

Podle Granta (2010, s. 73–75) se jedná o hlavní určující faktor celkového stavu konkurence a úrovně ziskovosti v odvětví. Intenzita konkurenčního prostředí je dána několika faktory, mezi které patří počet, velikost a různorodost konkurentů na trhu, překážky v obchodu, nadměrné kapacity či nákladové podmínky. Thompson et al. (2020, s. 137) dodává, že konkurence nemusí mít pouze cenovou podobu, ale může se jednat i o soupeření v oblasti reklamy, inovací či poskytovaných služeb.

2. Hrozba vstupu nových konkurentů

Hrozba vstupu nových konkurentů do odvětví závisí na rozsahu jeho vstupních bariér. Vstup do odvětví je tím snazší, čím jsou tyto překážky nižší. Bariéry vstupu jsou podle Thompsona et al. (2020, s. 135) vytvářeny zejména úspory z rozsahu stávajících konkurentů, kapitálovými náklady nutnými pro vstup, zavedenými vztahy mezi výrobcí a klíčovými distributory, sníženým přístupem k distribučním kanálům či existujícími patenty a podobnými omezeními.

3. Hrozba substitutů

Grant (2010, s. 70) uvádí, že cena, kterou jsou zákazníci ochotni za výrobek či službu zaplatit, částečně závisí na existenci a dostupnosti substitutů. Pokud substituty pro daný statek či službu neexistují, poptávka po nich je neelastická a zvýšení ceny nebude mít výrazný vliv na poptávané množství. Pokud ale substituty existují, pak je poptávka po těchto statcích a službách elastická a zákazníci budou na tyto substituty v reakci na zvýšení ceny přecházet. Podle Dvořáčka a Slunčika (2012, s. 43) lze substituty omezovat reklamou či unikátností nabízených statků a služeb.

4. Vyjednávací síla zákazníků

Vyjednávací síla zákazníků je obvykle reprezentována jejich tlakem na vyšší kvalitu statků či služeb a zároveň jejich požadavky na nižší ceny. Oba faktory vedou ke snižování ziskovosti v odvětví, přičemž čím je vyjednávací síla zákazníků silnější, tím je ziskovost v odvětví nižší (Dvořáček a Slunčík 2012, s. 43). Mezi faktory zvyšující vyjednávací sílu odběratelů řadí Červený et al. (2014, s. 78) snadný přechod zákazníků ke konkurenci či ke spotřebě substitutů, cenovou citlivost zákazníků a celkovou slabost firmy vůči významným odběratelům.

5. Vyjednávací síla dodavatelů

Naproti tomu dodavatelé mohou snižovat ziskovost v odvětví, pokud usilují o vyšší ceny své produkce či snížení kvality dodávek. Opět platí, že čím je vyjednávací síla dodavatelů silnější, tím je ziskovost v odvětví nižší (Dvořáček a Slunčík 2012, s. 43). Faktory, které zvyšují vyjednávací sílu dodavatelů jsou dle Červeného et al. (2014, s. 77) např. malá velikost firmy vůči dodavateli, složitý přechod společnosti k jinému dodavateli či nedostatek informací o nabídkách konkurenčních dodavatelů.

3.2.2 Analýza vnitřního prostředí podniku

Pro analýzu vnitřního prostředí platí, že by měla být schopna dostupná data o podniku nejen popsat, ale také kriticky zhodnotit. Jejím žádoucím výstupem je identifikace jak silných stránek, které je možné využít ve prospěch podniku, tak i slabých stránky, které je třeba vhodnými návrhy ošetřit. Hojně využívanými nástroji interní analýzy jsou např. analýza firemních faktorů či „7S“ nebo „7P“ analýza (Hanzelková et al. 2017, s. 111).

3.2.3 SWOT analýza

SWOT analýza propojuje a shrnuje analýzu vnějšího i vnitřního prostředí podniku. Silné (S) a slabé (W) stránky by měly být dle Thompson et al. (2020, s. 143) co nejefektivněji zkombinovány s příležitostmi (O) a hrozbami (T) tak, aby mohl podnik čelit dynamické době a rychle se měnícímu prostředí. Podle Hanzelkové et al. (2017, s. 138) by výstupem SWOT analýzy mělo být i stanovení konkurenčních výhod podniku včetně jeho klíčových faktorů úspěchu. Červený et al. (2014, s. 135) pak zdůrazňuje, že důležitá je relevantnost analýzy, tedy je třeba vyhodnocovat jen takové faktory, které jsou pro podnik z hlediska jeho strategie a business plánu zásadní.

3.3 Finanční analýza

Finanční analýzu považuje profesor Rejnuš (2014, s. 267) za velmi významnou metodu fundamentální podnikové analýzy, která umožňuje na základě historických dat zkoumat finanční hospodaření každého podniku, resp. každé účetní jednotky. Vochozka (2020, s. 32) ji definuje jako metodu, která poskytuje představu o finančním zdraví podniku. Podle Robinsona et al. (2020, s. 2) je účelem finanční analýzy vyhodnotit na základě účetních výkazů a dalších informací minulou, současnou a budoucí finanční situaci podniku a poskytnout mu tak informace pro provádění vhodných investičních, úvěrových a další ekonomických rozhodnutí.

Strouhal et al. (2013, s. 207) dodává, že pro finanční analýzu je důležitá kvalita vstupních dat, která vychází zejména ze základních účetních výkazů, tj. rozvahy, výkazu zisku a ztráty, výkazu cash-flow a přílohy účetní závěrky. Pro co největší vypovídací schopnost by ale měla zahrnovat i nefinanční informace a propojovat tak technickou a fundamentální analýzu podniku. Rejnuš (2014, s. 268) člení vstupní data pro finanční analýzu na data interní, která vycházejí přímo z podniku a jsou jimi např. již zmíněné finanční výkazy či výroční zprávy, a na data externí, která vychází z vnějšího ekonomického prostředí podniku, tedy např. ze státních statistik či z institucionálních analýz.

Uživatele finanční analýzy lze členit na externí a interní. Mezi externí uživatele se řadí stát, banky, obchodní partneři a konkurence, investoři apod. Interními uživateli mohou být nejen manažeři a vedení podniku, ale také zaměstnanci a odboráři (Vochozka 2020, s. 32).

3.3.1 Absolutní a rozdílové ukazatele

Při analýza absolutních ukazatelů se vychází přímo z hodnot v účetních výkazech, přičemž se provádí jak horizontální, tak případně i vertikální analýza. Horizontální analýza pracuje s řádky účetního výkazu a vyjadřuje tak změnu dané položky mezi běžným a minulým obdobím v absolutní či relativní podobě. Naproti tomu vertikální analýza pracuje se sloupci, a proto udává procentuální podíl rozvahových položek na bilanční sumě (Strouhal et al. 2013, s. 208).

Rozdílové ukazatele vyjadřují rozdíl mezi vybranou položkou aktiv a vybranou položkou pasiv. Knápková et al. (2017, s. 85) považují za jeden z nejvýznamnějších tzv. čistý pracovní kapitál (ČPK), který se zjistí jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Jedná se ukazatel velmi úzce související zejména s běžnou s likviditou a platební schopností podniku.

3.3.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou ve finanční analýze velmi oblíbené neboť dle Strouhala et al. (2013, s. 209) je jejich použití rychlé, nenákladné a umožňuje analytikovi vytvořit si snadno základní představu o finanční situaci podniku. Jsou založeny na vzájemném porovnání souvisejících položek z účetních výkazů. Jak uvádí Robinson et al. (2020, s. 234), využívat je lze pouze v kontextu dalších informací a referenčních hodnot. Obvykle se tak poměrové ukazatele porovnávají napříč jednotlivými obdobími či mezi konkurenčními podniky v odvětví. Existuje jich celá řada, nejčastěji se člení na ukazatele rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a ukazatele kapitálového trhu. Způsob výpočtu jednotlivých ukazatelů je uveden v praktické části práce.

Ukazatele rentability

Podle Rejnuše (2014, s. 271) patří ukazatele rentability (výnosnosti, ziskovosti) mezi akcionáři a případnými investory mezi jedny z nejsledovanějších poměrových ukazatelů, neboť informují o tom, jak moc je podnik schopen využít dostupné zdroje pro tvorbu nových zdrojů a především zisku. Robinson et al. (2020, s. 250) přitom dodává, že schopnost generovat zisk z investovaného kapitálu je klíčovým faktorem, neboť určuje jak celkovou hodnotu podniku, tak i hodnotu jím emitovaných cenných papírů.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují platební schopnost podniku dostát svým závazkům. Pro uhrazení závazků totiž musí podnik disponovat dostatečným množstvím aktiv v likvidní, tj. na peníze rychle převeditelné, podobě (Strouhal et al. 2013, s. 210). Růčková (2021, s. 59–60) doplňuje, že úroveň likvidity by neměla být příliš nízká, aby nehrozily problémy se solventností, ale zároveň ani příliš vysoká, aby zbytečně nesnižovala rentabilitu aktiv a tedy i zisku.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity udávají, jak efektivně společnost využívá svůj majetek (aktiva), ať už ve formě pracovního kapitálu nebo dlouhodobého majetku (Robinson et al. 2020, s. 235). Podle Strouhala et al. (2013, s. 211) by společnost měla disponovat dostatečným množstvím majetku, aby nepřicházela o potenciální tržby, ale zároveň by majetku neměla vlastnit příliš, aby jí nevznikaly zbytečné náklady.

Ukazatele zadluženosti

Růčková (2021, s. 71–72) uvádí, že ukazatele zadluženosti jsou úzce spojeny s kapitálovou strukturou podniku, tj. jakým způsobem je podnik financován. Důležité je tak nejen stanovení celkové výše potřebného kapitálu, ale zvláště jeho poměrové rozdělení na kapitál cizí a kapitál vlastní. Zejména u velkých podniků není žádoucí, aby byly financovány pouze vlastním kapitálem, neboť tato situace vede ke snížení celkové výnosnosti kapitálu. Pro základní představu o financování podniku se tak využívají právě ukazatele zadluženosti.

Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu vyjadřují, jak je daný podnik hodnocen trhem, a proto mohou být podle Rejnuše (2014, s. 277) efektivně využity pouze u společností, jejichž akcie jsou kótovány na burze. Obvykle bývají závislé na hodnotách absolutních i poměrových ukazatelů a podle Růčkové (2021, s. 68) jsou z důvodu posouzení návratnosti investic důležité zejména pro současné potenciální investory.

3.3.3 Souhrnné ukazatele

Knápková et al. (2017, s. 132) udává, že cílem finanční analýzy by mělo být posouzení celkové finanční situace podniku, přičemž je důležité výsledky dílčích analýz komplexně propojit a zjistit, jak spolu souvisí a jak se navzájem ovlivňují. Jedním ze snažších způsobů,

jak toho dosáhnout je využití tzv. souhrnných ukazatelů. Růčková (2021, s. 86–87) člení souhrnné ukazatele do 3 kategorií na

- **pyramidové soustavy ukazatelů**, které rozkládají vybraný ukazatel a umožňují tak zachytit vzájemné vztahy mezi dílčími ukazateli (např. Du Pontův rozklad),
- **bankrotní modely** informující o možné hrozbě bankrotu podniku (např. Altmanovo Z-skóre),
- **bonitní modely** kladoucí si za cíl ohodnotit finanční zdraví podniku a porovnat ho tak s dalšími podniky v odvěti.

3.4 Tvorba finančního plánu

Pro využití výnosových metod je nejprve nutné sestavit finanční plán. Před samotnou tvorbou je dle Kollera et al. (2020, s. 259) nutné určit na kolik let bude prognóza sestavována a jak podrobná by měla být, aby bylo možné určit, od kdy bude počítáno s pokračující hodnotou. Pro délku prognózy neexistuje ale podle Maříka et al. (2018a, s. 208) jednoznačné kritérium, přičemž dodává, že v současné praxi je pro evropské země z důvodu opatrnosti typická doba 3 až 6 let. V Americe bývají ale prognózy prováděny i na delší dobu 8 až 15 let. Vždy však záleží na konkrétních podmínkách. Jednotlivé kroky při tvorbě finančního plánu jsou zpravidla následující.

1. Příprava a analýza historických finančních výkazů

Tento krok je sice proveden již v rámci finanční analýzy, jedná se ale o důležitý předpoklad pro zasazení prováděné prognózy do vhodného kontextu. Doporučuje se přitom využívat původní data přímo z účetních výkazů, neboť data od společností poskytující tyto údaje jsou mnohdy zkreslená agregací jednotlivých položek (Koller et al. 2020, s. 262–263).

2. Prognóza tržeb

Procesu plánování tržeb by zejména v případě rychle rostoucích společností měla být věnována značná pozornost, neboť na jejich základě je vypočítáno mnoho dalších položek, které ovlivňují výsledné ocenění. Podle Karase a Režňákové (2011, s. 10) se k prognóze tržeb nejčastěji využívá metoda regresní analýzy vycházející z historických dat. Na základě výzkumu těchto autorů je ale nutné kvantitativní metody kombinovat i s expertními názory, zkušenostmi a intuicí, neboť rozptyl výsledných hodnot a související riziko je při samotném použití různých ekonometrických metod značné.

3. Sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty

Při plánování výkazu zisku a ztráty se doporučuje nejprve rozhodnout na jaké položky jednotlivé řádky VZZ navázat, přičemž nejčastěji se využívají právě odhadnuté tržby. Následně se vypočítá historický poměr mezi daným řádkem a tržbami, na základě kterého je i při zohlednění dalších kritérií stanoven poměr pro další roky. Nakonec je prognóza zjišťované položky určena vynásobením příslušného poměru s odhadnutými tržbami. Místo tržeb lze ale v určitých případech použít i aktiva či závazky (Koller et al. 2020, s. 267–268).

Jako příklad lze uvést prognózu různých druhů operativních nákladů, u kterých se doporučuje vycházet právě z predikce tržeb. V případě odpisů je možné využít více způsobů, lze je navázat rovněž na tržby, ale je možné použít i jejich poměr vůči dlouhodobému hmotnému majetku a v případě přístupnosti se nabízí využít odpisové plány. Úrokové náklady či výnosy by zase měly být přímo vázány na závazek či majetek, který je jejich zdrojem (Koller et al. 2020, s. 269–271).

4. Sestavení plánované rozvahy

Při sestavování rozvahy se zpravidla začíná položkami čistého pracovního kapitálu, které se stanoví buď na základě procenta z tržeb či za využití doby obratu. Pro zásoby a závazky vůči dodavatelům, které jsou vázány na ceny vstupů, doporučuje Koller et al. (2020, s. 275) vycházet namísto tržeb z nákladů na prodané zboží a poskytnuté služby. Pro prognózu dlouhodobého hmotného majetku lze použít plánované kapitálové investice očištěné o výši odpisů, případně je dle Coporate Finance Institute (2022) možné využít i ukazatel obratu dlouhodobého majetku a tím navázat predikci DHM na vývoj tržeb.

Goodwill se podle Kollera et al. (2020, s. 276) zpravidla ponechává v poslední známé hodnotě, neboť se pro zjednodušení obvykle nemodelují fúze a akvizice. To platí i pro takto nabytá nehmotná aktiva. V případě, že jsou ale nehmotná aktiva vytvořena přímo v rámci podniku, jejich prognóza je obdobná jako u DHM.

Dále je třeba dopočítat výši nerozděleného zisku na základě údajů z plánovaného VZZ a určit hodnotu zbylých položek vlastního kapitálu, které se podle Corporate Finance Institute (2022) zpravidla přebírají v poslední známé hodnotě. K vyrovnání rozvahy se použijí peněžní prostředky nebo se upraví dluh, přičemž podle Wahlena et al. (2018, s. 687) by měla být při změně peněžních prostředků brána v potaz i finanční flexibilita a likvidita podniku.

3.5 Možné problémy valuace a doporučení

Valuace podniku je složitá a velmi komplexní disciplína, jejíž provádění se často nevyhne různým opomenutím a chybám. Damodaran (2023) na svém webu upozorňuje na fakt, že názory na oceňovanou společnost si analytik vytváří dříve než začne samotné ocenění provádět a toto zkreslení se následně promítá i do jeho závěrů. Mezi důvody zkreslení patří již samotný výběr společnosti, jenž nebývá zcela náhodný, dále sběr dat z výročních zpráv, které jsou obvykle doplněny optimistickým vyjádřením managementu a v případě oceňování velkých podniků i ovlivnění názory jiných analytiků. Zkreslení může být také dáno institucionálními faktory, jako je tlak portfolio manažerů na vydání spíše nákupního než prodejního doporučení, či když je výsledek ocenění spojen s odměnou nebo trestem.

Tato zkreslení sice nelze při oceňování zcela odstranit, podle Damodarana (2023) je lze ale zmírnit sebeuvědoměním a přiznáním si vlastní předpojatosti, nevydáváním předběžných závazků, které vedou k situacím, kdy analytik vydá rozhodnutí ještě před samotným oceněním, dále nepodléháním institucionálním tlakům či oddělením valuace od odměn. Dosažené výsledky by měly být prezentovány čestně, tedy analytici by měli předem odhalit své předsudky.

Tématu konkrétnějších chyb při valuaci se věnuje např. profesor Fernandez (2019, s. 17), který shrnul nejčastější problémy při valuaci podniku, jimž by se měl oceňovatel vyhnout. Jsou jimi zejména:

- chyby ve výpočtu diskontní sazby (resp. rizikovosti podniku),
- chyby při predikci budoucích peněžních toků a ve výpočtu pokračující hodnoty,
- nesrovnalosti a koncepční chyby (např. časové nesrovnalosti a záměna nominálních a peněžních toků),
- nepřesná interpretace výsledného ocenění,
- organizační chyby (např. zapojení pouze finančního oddělení do oceňování celé společnosti).

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 ANALYTICKÁ ČÁST

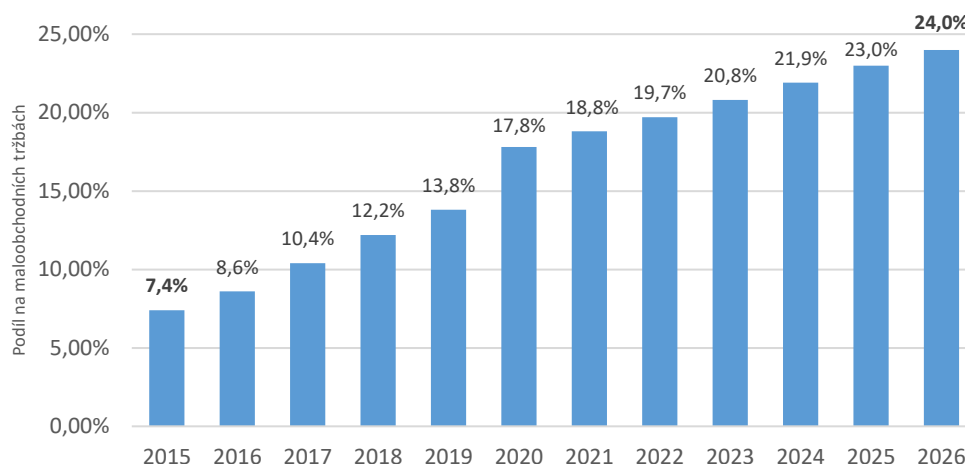
V analytické části práce je představena a analyzována jedna z největších firem světa, americká společnost Amazon.com, Inc. Oficiální informace pro investory, které slouží i jako důležitý podklad této kapitoly, zveřejňuje Amazon nejen ve svých každoročních výročních zprávách, ale i v pravidelně aktualizované formě na webové stránce amazon.com/ir, příp. na webu aboutamazon.com. Pro ucelený pohled je představeno rovněž odvětví e-commerce, které je pro Amazon stále stěžejním sektorem.

4.1 Představení společnosti a odvětví e-commerce

Amazon je globální společnost založená v roce 1994 ve městě Bellevue americkým podnikatelem Jeffrey P. Bezosem. Původně se jednalo pouze o malé internetové knihkupectví, které se v průběhu necelých tří dekad stalo dle EY (2022) jednou z nejvýznamnějších a nejhodnotnějších společností světa. V roce 2019 předstihl Amazon i americký řetězec Walmart a podle Debtera (2019) z portálu Forbes se tak stal největším maloobchodním prodejcem na planetě. V současnosti v jeho čele stojí jakožto CEO Andrew R. Jassy, který v polovině roku 2021 vystřídal na této pozici zakladatele Jeffrey P. Bezose. Jako finanční ředitel působí od roku 2015 Brian T. Olsavsky. Společnost působí po celém světě, její hlavní sídlo se ale stále nachází v USA, ve městě Seattle. Mezi její dlouhodobé cíle patří upevňování a rozšiřování vlastní značky a zákaznické základny, což se jí podle autora této práce dlouhodobě daří.

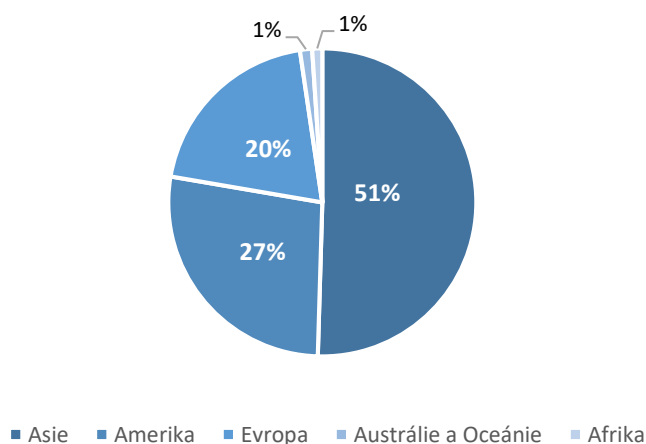
V současnosti Amazon nabízí zboží téměř ve všech možných kategoriích, a to jak ve svém internetovém obchodě, tak i v řetězci kamenných prodejen. Kromě působení v oblasti maloobchodu a e-commerce se firma věnuje i mnoha dalším oblastem. Mezi ty nejvýznamnější patří výroba vlastních elektronických zařízení jako je čtečka e-knih Kindle, vývoj a tvorba mediálního obsahu (např. Amazon Studios) či nabídka předplatitelských služeb (např. Amazon Prime). Dále působí i v oblasti reklamy a prostřednictvím své platformy AWS se zabývá poskytováním kvalitních cloudových služeb (Amazon 2021, s. 3).

Odvětví e-commerce je moderním, dynamickým a rychle se rozvíjejícím sektorem, které od svého vzniku v 90. letech 20. století zažívá výrazný a poměrně setrvalý růst. V současnosti se e-commerce podílí na globálních maloobchodních tržbách zhruba 20 %, přičemž lze očekávat, že již v roce 2026 se přiblíží k téměř čtvrtinovému podílu. Podrobnější vývoj a výhled e-commerce vzhledem k celkovým maloobchodním tržbám zachycuje graf č. 1.



Graf 1: Podíl e-commerce na globálních maloobchodních tržbách (2015–2021) vč. budoucí prognózy (2022–2026), zdroj: Coppola (2022b)

Podíl tržeb z e-commerce odvětví ale není ve světě vyrovnaný. Z grafu č. 2 lze pozorovat nadvládu asijských zemí v čele s čínskou společností Alibaba Group, která je ale na rozdíl od Amazonu pouhým zprostředkovatelem mezi nakupujícími a prodávajícími a vlastní zboží k prodeji zákazníkům nenabízí. Přesto jsou asijské země v současnosti nejrychleji se rozvíjejícím e-commerce trhem. Za nimi následují Spojené státy americké, které byly po více než dekádu lídry světového elektronického obchodu. V Evropě patří mezi nejvýznamnější trhy Velká Británie, Německo a Francie (Freedman 2023). Podíl Afriky je v současnosti sice nejmenší ze všech kontinentů, ale vzhledem k početné mladé populaci a rozvoji zejména mobilních technologií lze očekávat její rychlý rozvoj.



Graf 2: Rozdělení globálních e-commerce tržeb dle kontinentu, zdroj: Pasquali (2022)

Na konci roku 2019 propukla celosvětová epidemie respiračního onemocnění COVID-19, která z důvodu snahy o omezení šíření viru vyústila v uzavírání mnoha kamenných prodejen. V důsledku těchto omezení elektronický obchod mezi lety 2019 a 2020 výrazně vzrostl, neboť se pro spotřebitele stal náhradním zdrojem za uzavřené kamenné prodejny. Počet kupujících se dle Bhatti et al. (2020, s. 1450) zvýšil jak ve vyspělých, tak i v rozvojových zemích světa. Pro e-commerce společnosti včetně Amazonu se tak jednalo o velmi příznivé období, které ale zároveň do odvětví nalákalo mnoho nových konkurentů.

Výraznou vlastností e-commerce, stejně jako celého odvětví maloobchodu, jsou velmi silné sezónní vlivy, které se zejména z důvodu vánočních svátků projevují každoročním výrazným zvýšením poptávky po zboží i službách v posledním čtvrtletí kalendářního roku. Kromě celkové tržní sezónnosti musí podniky v tomto odvětví brát v úvahu i sezónnost jednotlivých produktů.

4.1.1 Zaměření na zákazníky

Amazon o sobě prohlašuje, že se snaží být nejvíce zákaznický orientovanou společností na světě. Za své zákazníky nepovažuje pouze běžné spotřebitele, ale také prodejce, vývojáře, inzerenty, zaměstnance, tvůrce obsahu či jiné podniky a společnosti. Řídí se přitom čtyřmi jednoduchými, ale výstižnými principy, kterými jsou:

- větší důraz na spokojenost zákazníka než zaměření na konkurenci,
- nadšení pro výzkum a inovace,
- závazek k provozní dokonalosti,
- dlouhodobé uvažování (Amazon 2021, s. 3).

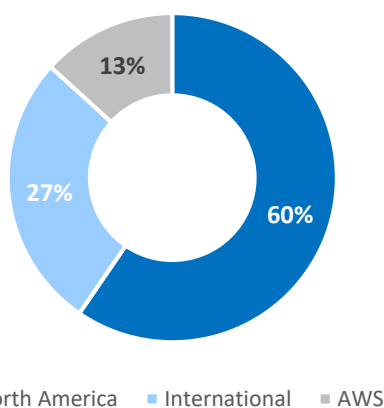
Amazon sice vlastní kamenné prodejny, v současnosti umístěné zejména v USA se zaměřením na potraviny, jeho hlavním prodejním kanálem je ale vlastní internetový obchod. Ten je přístupný hned z několika světových domén, které fungují na principu internetových tržišť (z angl. *marketplaces*). Nejvýznamnější z nich je americká doména *amazon.com*, následovaná evropskými doménami *amazon.de* pro Německo a *amazon.co.uk* pro Velkou Británii. Významná je také japonská verze *www.amazon.co.jp*. Z hlediska výnosů je ale americký trh více než 3x větší než trh Německa, Velké Británie a Japonska dohromady (Hjorth 2022). Aktuálně Amazon po celém světě provozuje celkem 19 internetových tržišť.

Důležitou skupinou zákazníků jsou pro Amazon i prodejci třetích stran, kterým umožňuje nabízet své zboží právě přes svoje tržiště. Prodejci mohou využít nejen zavedeného internetového obchodu s velmi vysokou návštěvností, ale také skladové a logistické kapacity, kterými Amazon disponuje. Za tyto služby pak Amazon od prodejců vybírá celou řadu poplatků. Mezi nejčastější formy prodeje patří FBA (z angl. *Fulfillment by Amazon*), kdy obchodník dodá zboží do skladu Amazonu, a ten následně zajistí veškerou logistiku vč. dodání k zákazníkovi, či FBM (z angl. *Fulfillment by Merchant*), kdy prodejce využije pouze internetového obchodu k vlastní nabídce, ale zboží odešle k zákazníkovi přímo ze svého skladu.

Pro vývojáře, podniky a vládní organizace nabízí Amazon zejména své technologické služby prostřednictvím platformy AWS. Tvůrce obsahu podporuje skrze vydavatelskou službu Kindle Direct Publishing či Amazon Publishing a prodejcům, vydavatelům, autorům i dalším subjektům nabízí své reklamní služby. Za své důležité zákazníky považuje i své zaměstnance, kteří mu umožňují uskutečnit jeho poslání stát se nejvíce zákaznický orientovanou společností. K 31. 12. 2022 zaměstnával Amazon po celém světě přibližně 1 608 000 zaměstnanců na plný či částečný úvazek. Kromě orientace na spotřebitele si tak klade za cíl být i nejlepším zaměstnavatelem na zemi (Amazon 2021, s. 3–4), s čímž má ale zejména v posledních letech problémy.

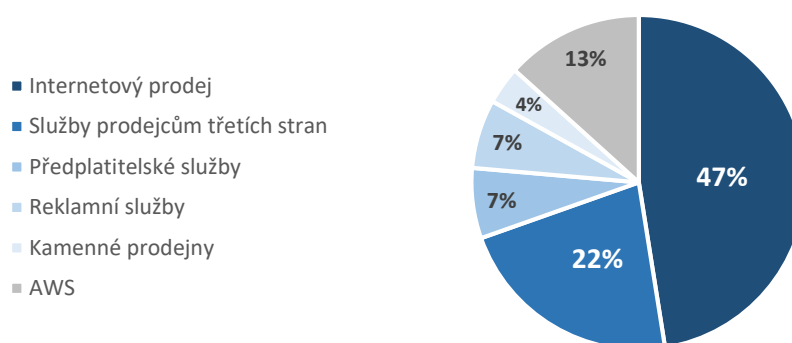
4.1.2 Segmentové členění

Amazon rozděluje svoji činnost do tří segmentů. První dva dělí geograficky, a to na svůj nejdůležitější trh Severní Ameriku (*North America*) a zbytek světa (*International*). Třetím samostatným segmentem je platforma cloudových služeb Amazon Web Services (*AWS*).



Graf 3: Tržby dle segmentů (2021),
zdroj: vl. zpracování dle Amazon (2021, s. 23)

Segmenty *North America* a *International* se skládají zejména z tržeb získaných jak z vlastního maloobchodního prodeje, tak ve formě poplatků za služby prodejcům třetích stran. Jsou zde ale zahrnuty i další částky plynoucí z předplatitelských služeb jako je Amazon Prime, reklamní služby či další placené přístupy k digitálnímu obsahu. Oba segmenty se od sebe odlišují zejména geografickým původem těchto tržeb. Graf č. 4 zachycuje podrobnější členění čistých tržeb z těchto segmentů, přičemž se jedná o data vycházející přímo z účetních výkazů společnosti Amazon.



Graf 4: Detailní rozdělení tržeb (2021),
zdroj: vl. zpracování dle Amazon (2021, s. 65)

Segment *AWS* není v účetních výkazech dále členěn, ale pro úplnost byl v grafu zachycen. Jeho forma je od předchozích sektorů značně odlišná, neboť představuje tržby z globálního prodeje zejména výpočetních, úložných, databázových a dalších služeb pro začínající i zavedené podniky, vládní agentury i akademické instituce (Amazon 2021, s. 64).

Z hlediska tržeb je tedy zřejmé, že dominantní část představuje vlastní internetový prodej doplněný o služby pro ostatní prodejce. Necelých 15 % poté tvoří předplatitelské a reklamní služby a nejméně významnou částí jsou pro Amazon v současnosti jeho kamenné prodejny. V rámci segmentů *North America* a *International* plynou tedy výnosy zejména z maloobchodní e-commerce činnosti, která je ale spojena s velmi nízkými maržemi. Přestože tyto 2 segmenty zaujímají dohromady 87% podíl na čistých tržbách, současná ziskovost Amazonu pramení především z *AWS* segmentu, který se s pouhým 13% podílem podílel v roce 2021 na zisku společnosti více než polovinou. V letech 2019 a 2020 byl tento podíl na zisku dokonce ještě o několik procent vyšší. Svědčí to tak o rostoucí atraktivitě cloudových služeb.

4.2 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy jsou pomocí PESTE metody nejprve identifikovány významné faktory vycházející z obecného okolí podniku, které jsou následně doplněny o analýzu odvětví, která vychází z Porterova modelu pěti sil. Analýza vnitřního prostředí vychází z principu vybraných faktorů. V závěru kapitoly jsou pomocí SWOT shrnuty a propojeny příležitosti a hrozby se silnými a slabými stránkami společnosti. Vzhledem k širokému zaměření společnosti je důraz kladen na analýzu faktorů souvisejících s e-commerce odvětvím, které je pro Amazon přinejmenším z pohledu celkových tržeb stále stěžejní, a kterému se primárně věnují i další studie, např. Onyusheva a Seenalatataporn (2018) či Sadq et al. (2018).

4.2.1 Analýza obecného okolí

Pro analýzu obecného vnějšího prostředí podniku a identifikaci příležitostí a hrozeb je využita PESTE analýza, která zkoumá politické, ekonomické, sociální, technologické, a environmentální faktory. Jednotlivé faktory jsou značně ovlivněny mezinárodním působením společnosti.

4.2.1.1 Politické faktory

Vzhledem k nadnárodní povaze mohou politické faktory představovat pro Amazon značné riziko. Sám tato rizika rozeznává i ve svých výročních zprávách. Mohou jimi být různé vládní regulace výrobků a služeb, restriktivní obchodní opatření ve formě cel, kvót a poplatků či riziko znárodnění a omezení zahraničního vlastnictví. S podobnými problémy se společnost setkává zejména v Číně a Indii. Potenciální hrozbu představují i geopolitické události ve formě válek či terorismu. Legislativní riziko představují i různé zákony a předpisy týkající se ochrany soukromí a osobních údajů (Amazon 2021, s. 6–7).

Na druhou stranu Greenspan (2019) uvádí i politické faktory, které vytvářejí příležitosti. Patří mezi ně politická stabilita vyspělých zemích jako je USA a EU, které jsou pro Amazon stěžejním trhem, vládní podpora e-commerce či rostoucí snaha vlád o vyšší kybernetickou bezpečnost.

4.2.1.2 Ekonomické faktory

Za důležitý ekonomický faktor bývá často uváděn stav a výhled světového hospodářství vyjádřený ukazatelem HDP. Mezinárodní měnový fond (2023, s. 3–4) uvádí, že světu sice

v roce 2023 nehrozí globální recese, ale růst reálného HDP by měl v porovnání s rokem 2022 zpomalit a s hodnotou 2,9 % (2023) a 3,1 % (2024) zůstat pod dlouhodobým průměrem. Z podrobnějšího členění vyplývá, že velmi nízký růst HDP, pouze okolo 1,2 až 1,4 procenta, se týká zejména vyspělých zemí v čele se Spojenými státy či Evropskou unií, které jsou pro Amazon stěžejním trhem. Výraznější růst, okolo 4,0 až 4,2 procenta, lze čekat na rozvíjejících se a rozvojových trzích, zejména pak v Číně, kde Amazon ale za svými konkurenty zaostává.

Za mírným růstem HDP stojí podle MMF zejména boj centrálních bank s inflací a konflikt na Ukrajině. Právě vysoká globální inflace by se ale v nadcházejících letech měla jak ve vyspělých, tak rozvojových zemích začít snižovat a pomalu se tak přibližovat předpandemické úrovni, což by mělo pozitivně ovlivnit spotřebitelskou náladu a postupně vést ke snižování vysokých úrokových sazeb.

Nadnárodní povaha společnosti se projevuje i v dalších ekonomických faktorech. Viditelné jsou výkyvy směnných kurzů, které společnosti sice mohou přinést kurzové zisky, ale zároveň představují hrozbu kurzových ztrát. S rozšiřováním mezinárodních aktivit se vystavení kolísání směnných kurzů výrazně zvyšuje. Další hrozbu představují různorodé daňové povinnosti v zemích, kde Amazon působí, přičemž sama společnost uvádí riziko zavádění nových typů daní zaměřených na online obchod a prodej zboží na dálku (Amazon 2021, s. 8, 14).

4.2.1.3 Sociální faktory

Pandemie nemoci COVID-19 změnila spotřebitelské chování a přiměla zákazníky nakupovat on-line. Přestože hlavní boom v nakupování, který společnost během tohoto období zažila, již skončil, podle Torkingtona (2021) nebyla tato změna omezena pouze na dobu trvání epidemiologických opatření, ale měla by mít alespoň částečně povahu trvalejší změny zákaznických preferencí. To dokazuje i stále častější využívání mobilních telefonů k on-line nakupování či častější využívání práce z domova. Tuto příležitost navíc dále podporuje demografická změna s nastupující generací mileniálů, pro které je využívání moderních technologií k nakupování větší samozřejmostí než pro jejich (pra)rodiče.

Z pohledu sociálních faktorů lze možnou hrozbu podle Amazonu (2021, s. 7) spatřovat opět v nadnárodní povaze společnosti, konkrétně v odlišných národních vztazích mezi zaměstnanci a zaměstnavateli, včetně existence odborů a dalších podnikových výborů.

Greenspan (2019) považuje za možné sociální riziko i rozdíly v disponibilních příjmech mezi vyšší a nižší třídou obyvatelstva v různých zemích světa.

4.2.1.4 Technologické faktory

Klíčovým technologickým faktorem, na kterém je Amazon závislý, je bezesporu internet. Snadný přístup k němu představuje pro společnost příležitost, naopak nízká míra jeho užívání či možné výpadky představují riziko. Obecně lze nové technologie v oblasti logistiky, robotiky, skladovacích kapacit, umělé inteligence apod. považovat za příležitosti, které mohou pomoci optimalizovat a zefektivnit firemní procesy tak, aby i nadále mohla pokračovat v mezinárodní expanzi. Na druhou stranu závislost na těchto technologiích může být hrozbou, neboť bez nich by podnik nebyl schopen plnohodnotného provozu a velmi rychle by přicházel o značné množství tržeb. Tato hrozba může být navíc podpořena i rizikem kybernetických útoků nejen na systémy Amazonu, ale také na data jeho zákazníků a obchodních partnerů.

4.2.1.5 Environmentální faktory

Sám Amazon si je vědom skutečnosti, že i environmentální faktory mohou mít vliv na poptávku po zboží a službách, které nabízí. Podle konkrétní situace se tak opět může jednat jak o příležitost, tak o hrozbu. Příkladem může být často skloňované téma globálního oteplování, které se již nyní projevuje ve změně spotřebitelského chování. Tento vztah ve svém výzkumu zkoumal např. Thøgersens (2021).

Společnosti se dnes musí zabývat také udržitelností vlastního podnikání. Její ignorování může představovat riziko ve formě špatného jména spojeného s odlivem zákazníků či případných vládních postihů. Pratap (2017) ale uvádí, že Amazon si je této hrozby vědom, a proto investuje do společenské odpovědnosti (CSR), a to ve formě investic do obnovitelných zdrojů, udržitelných obalů a snižování množství obalových materiálů.

4.2.2 Analýza odvětví

Po analýze obecného okolí podniku je provedena analýza globálního odvětví s důrazem na e-commerce, a to za využití Porterovy analýzy pěti sil. Jednotlivé faktory jsou hodnoceny na stupnici od 1 do 5, přičemž čím vyšší hodnota, tím významnější faktor. Na základě tohoto bodování je následně sestaven grafický závěr Porterovy analýzy.

4.2.2.1 Konkurenční prostředí mezi stávajícími podniky

Globální e-commerce je rychle rostoucí a vysoce atraktivní odvětví poháněné moderními technologiemi a trendy. Pro svou popularitu se tak jedná o odvětví značně konkurenční, kde proti sobě stojí hned několik velkých hráčů. Současná konkurence působí po celém světě a liší se podle regionu. Pro Amazon jsou nejdůležitějším trhem Spojené státy, kde soupeří s maloobchodními řetězci Walmart a Target, které se z prodeje výhradně v rámci kamenných prodejen přesouvají i do odvětví e-commerce. Dlouhodobým a významným konkurentem je rovněž aukční portál eBay. V rámci stále rostoucí asijské konkurence lze zmínit čínské společnosti Alibaba Group a JD. Až na Walmart a Target působí tito konkurenti mezinárodně, tj. i v jiných než pouze domovských zemích. Pro úplnost je třeba dodat, že přestože se jedná o velké e-commerce společnosti, jednotlivé business modely uvedených konkurentů nejsou zcela totožné a nesou individuální specifika. Přesto je současná konkurence důležitým faktorem představujícím vysoké riziko, a proto je ohodnocen nejvyšším možným stupněm.

4.2.2.2 Hrozba vstupu nových konkurentů

Měřeno optikou tržní kapitalizace, Amazon je podle serveru Companies Market Cap (2023) největší globální společností působící v e-commerce (následovaný Alibabou s třikrát menší tržní kapitalizací). Hrozba vstupu nových konkurentů do odvětví elektronického obchodu tak pro něj aktuálně nepředstavuje významnější riziko, neboť v současné pozici těží z masivních úspor z rozsahu a z rozsáhlých logistických kapacit, které pro něj představují příležitost pro další rychlý rozvoj. Aby nová konkurence dosáhla srovnatelných kapacit, musela by se vyrovnat s velmi vysokými počátečními náklady.

Amazon navíc disponuje vysoce moderními technologiemi, do kterých pravidelně investuje (Palmer 2023), aby dokázal co nejefektivněji nabízet své služby co největšímu počtu zákazníků po celém světě. To vše vede k budování globální značky, jejíž jméno by případní noví konkurenti velmi obtížně překonávali. Menší společnosti by se ale mohli zaměřit na specifické části trhu, kde by oproti Amazonu měli výhodu ve větší specializaci, neboť samotný vstup na e-commerce trh je bez větších bariér a vysokých vstupních nákladů. Z výše uvedených důvodů je tento faktor ohodnocen nízkým rizikem s hodnotou 1.

4.2.2.3 Hrozba substitutů

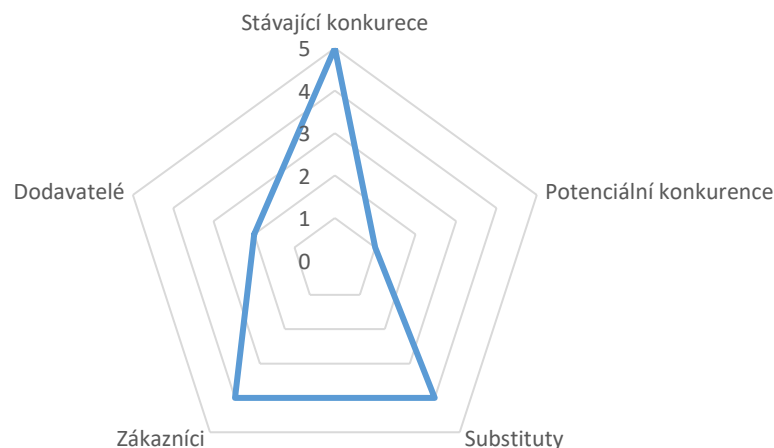
Hrozba substitutů úzce souvisí se stávajícím konkurenčním prostředím i s vyjednávací silou zákazníků. Amazon v současnosti sice nabízí opravdu značně rozsáhlý sortiment v mnoha kategoriích, ale vzhledem k celosvětové konkurenci a dostupnosti internetu mohou zákazníci při svém nákupním rozhodování Amazon snadno nahradit. Substituty tak pro společnost představují značné riziko, a proto jsou ohodnocené stupněm 4.

4.2.2.4 Vyjednávací síla zákazníků

Se substituty se v případě Amazon pojí vyjednávací síla zákazníků, která může být v odvětví e-commerce až překvapivě silná. Zákazníci mohou bez dodatečných nákladů na pár kliknutí porovnat internetové nabídky a rozhodnout se přejít ke konkurenci či dokonce ke spotřebě jiného statku. Tuto hrozbu podporují i různé internetové srovnávače zboží. Amazon si je této hrozby zřejmě vědom, což naznačuje i jeho hlavní cíl stát se co nejvíce zákaznický orientovanou společností. Budou-li zákazníci se službami společnosti dlouhodobě spokojeni, nebudou mít důvody přecházet ke konkurenci. Přesto se jedná o významné riziko ohodnocené stupněm 4.

4.2.2.5 Vyjednávací síla dodavatelů

Vyjednávací síla dodavatelů v odvětví je závislá na vyjednávací pozici dané společnosti. V případě Amazonu lze vyjednávací sílu dodavatelů hodnotit jako poměrně nízkou. Vzhledem ke své velikosti disponuje Amazon značnou vyjednávací silou a dodavatele si může vybírat. K širokému výběru dodavatelů mu pomáhá i jeho mezinárodní zaměření. Částečné riziko by pro něj ale mohli představovat dodavatelé, kteří jsou zároveň výrobci velmi atraktivního zboží. Takovým příkladem může být společnost Apple, pro kterou je Amazon jejím oficiálním distributorem. V případě neshody a stažení oblíbených produktů této značky z obchodu by došlo k odlivu části zákazníku. Proto je riziko tohoto faktoru hodnoceno stupněm 2.



Graf 5: Porterova analýza pěti sil, zdroj: vlastní zpracování

4.2.3 Analýza vnitřního prostředí

V rámci analýzy vnitřního prostředí jsou identifikovány nejvýznamnější silné a slabé stránky společnosti, přičemž je opět kladen důraz na odvětví e-commerce.

4.2.3.1 Silné stránky

- **Významné postavení na trhu** – Amazon je největší e-commerce společností na světě s velmi silnou značkou, se kterou je spojen již od svého vzniku. Podle Faria (2022) se po společnosti Apple jedná o druhou nejhodnotnější značku na světě oceněnou na více než 350 mld. USD. Takto silné postavení umožňuje nejen rychle oslovovat potenciální zákazníky či dodavatele, ale také si je i dlouhodobě udržet. Zároveň společnost poskytuje snazší vstup na nové mezinárodní trhy.
- **Technologické zaměření** – Výzkum a vývoj jde se značkou Amazon ruku v ruce. Její moderní robotické sklady a fulfillment centra patří k nejvyspělejším na světě. Do výzkumu a vývoje společnost masivně investuje. Podle serveru NASDAQ (2021) Amazon v roce 2020 vynaložil na výzkum a vývoj více než 40 mld. USD a ovládl tak globální žebříček firem v této oblasti. Tyto investice mimo jiné umožňují efektivně zvyšovat produktivitu práce a omezovat tak závislost na lidském faktoru. Technologická vyspělost ji dává možnost reagovat i na riziko brzkého nedostatku pracovníků ve skladě, kterého se společnost z dlouhodobého pohledu údajně obává.
- **Diverzifikace podnikatelských činností** – Silnou stránku lze spatřovat i ve schopnosti Amazonu nesoústředit se pouze na primární odvětví e-commerce, ale také

na další rychle se rozvíjející oblasti. Příkladem můžou být cloudové služby a segment AWS. Díky tomu je společnost nejen schopna diverzifikovat, a tedy i snižovat podnikatelské riziko, ale dokáže zároveň využívat současné trendy a příležitosti. Jednotlivé činnosti se navíc vzájemně doplňují.

- **Prozákaznický přístup** – Společnost klade své zákazníky na první místo. Snaží se jim poskytovat co nejširší nabídku za co možná nejnižší ceny. Tento postoj je podpořen velmi rychlou dopravou i prozákaznický nastavenou reklamační politika. Vstřícný přístup podporuje loajalitu zákazníků, což je vzhledem ke značné konkurenci v odvětví velmi silná stránka.
- **Efektivní obchodní model** – Vzhledem k velikosti a úsporám z rozsahu je Amazon schopný obstarat velkou část zboží za velmi nízké ceny. Pro prodejce třetích stran je tak téměř nemožné mu v této oblasti konkurovat. Na druhou stranu, pokud se společnosti nevyplatí určité zboží nabízet, nabídku těmto prodejcům přenechá. Ti mezi sebou následně o zákazníky cenově soupeří. To Amazonu umožňuje poskytovat co největší nabídku za co nejnižší ceny, přičemž z ušlých prodejů vybere od prodejců třetích stran provizní a logistické poplatky. Prodejci na oplátku mohou využít nejen velmi silné značky a snadného přístupu k milionům zákazníků, ale i technologicko-logistických kapacit Amazonu, což je k prodeji na této platformě dále motivuje.

4.2.3.2 *Slabé stránky*

- **Personální politika** – V soukromém sektoru patří Amazonu post druhého největšího zaměstnavatele na světě (Armstrong 2022). Samotní zaměstnanci si ale často na pracovní podmínky stěžují, neboť je od nich vyžadováno vysoké pracovní nasazení a vyvíjen tlak. To vedlo i ke vzniku první odborové organizace, které se společnost bránila. I z tohoto důvodu má Amazon problémy s udržením optimálního počtu zaměstnanců. Ještě v roce 2021 se hovořilo o tom, že Amazonu dojdou pracovníci, ale v závěru 2022 společnost oznámila, že hodlá 18 000 pracovníků. Personální nestabilitu navíc dále podporuje vysoká fluktuace.
- **Málo kamenných prodejen** – ze segmentového členění je zřejmé, že výnosy společnosti primárně pochází z internetové nabídky zboží a služeb. Vlastní kamenné obchody se na čistých tržbách podílejí pouze 4 %. Amazon se sice snaží do off-line

světa pronikat, např. akvizicí potravinového řetězce Whole Foods v roce 2017, přesto je jeho podíl na maloobchodním trhu kamenných obchodů v globální úrovni marginální. Chybí mu rovněž kamenné prodejny v dalších odvětvích a zemích, které by umožnily větší diverzifikaci obchodního rizika.

- **Prosazení se na zahraničních trzích** – Amazon je sice jedničkou ve Spojených státech, a díky tomu i nejhodnotnějším e-commerce podnikem na světě, na zahraničních trzích ale často zaostává. Příkladem může být Polsko, kde sice Amazon v roce 2021 spustil nové tržiště *amazon.pl*, trhu ale dlouhodobě dominuje společnost Allegro. Obdobná je situace v Číně, kde i přes přítomnost tržiště *amazon.cn* ovládají e-commerce trh firmy patřící do skupiny Alibaba Group. Dále lze zmínit např. Austrálii, kde trhu vévodí konkurenční společnost eBay.
- **Omezená kontrola nad produkty** – Amazon nabízí svým zákazníkům desítky milionů produktů, zhruba 58 % z nich je ale dle Coppola (2022a) prodáváno prodejci třetích stran a společnost nad nimi nemá i přes mnoho zavedených opatření stoprocentní kontrolu, což může vést k nabídce padělaných či nebezpečných produktů. Problémem jsou rovněž přibývající falešné recenze, které si obchodníci pro své produkty pořizují od specializovaných firem. Tyto faktory mohou mít negativní vliv na dobré jméno společnosti, což následně může vést k odlivu zákazníků a poklesu tržeb.
- **Zpracování osobních dat** – zejména v Evropě má společnost občas problémy se zpracováním osobních údajů. V roce 2021 dostala podle Euroskopu (2021) pokutu od Evropské komise ve výši 746 mil. EUR za neoprávněné předávání osobních údajů. V závěru loňského pohrozila podle ČTK (2022) Evropská komise Amazonu další pokutou, tentokrát za diskriminační využívání dat prodejců třetích stran. Společnost se musela v EU zavázat, že obchodníky působící na jejich platformě nebude obchodně diskriminovat a umožní jim rovný přístup ke službám jako Buy Box či Prime. Kromě dodatečných výdajů a pokut způsobených těmito šetřeními se jedná o další faktor poškozující dobrou pověst společnosti, a proto je řazen mezi její slabé stránky.

4.2.4 SWOT analýza

V rámci metody SWOT byly na základě provedených analýz vnitřního a vnějšího okolí vybrány a propojeny silné a slabé stránky společnosti s možnými příležitostmi a hrozbami jak v obecném okolí, tak i v odvětví e-commerce. Tímto nástrojem byla zároveň shrnuta strategická analýza.

Tabulka 1: SWOT analýza, zdroj: vlastní zpracování

Silné stránky (S)	Slabé stránky (W)
Vnitřní prostředí	
Významné postavení na trhu	Personální politika
Technologické zaměření	Málo kamenných prodejen
Diverzifikace podnikatelských činností	Prosazení se na zahraničních trzích
Prozákaznický přístup	Omezená kontrola nad produkty
Efektivní obchodní model	Zpracování osobních dat
Příležitosti (O)	Hrozby (T)
Obecné okolí	
Politická stabilita hlavních trhů	Vládní regulace a omezení obchodu
Předpoklad klesající inflace	Nižší růst HDP v USA, zdanění
Změna spotřebitelského chování	Vznik odborových svazů
Nové technologie	Kybernetické útoky
Klimatická změna	Opomíjení CSR a klimatická změna
Odvětví e-commerce	
Úspory z rozsahu a dostatečné kapacity	Významná stávající konkurence
Široký výběr dodavatelů	Snadný přístup zákazníků k substitutům

4.3 Finanční analýza

V rámci finanční analýzy je nejprve provedena horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, následovaná analýzou čistého pracovního kapitálu. Dále jsou vypočítány poměrové ukazatele, které jsou porovnány s podniky působícími v odvětví e-commerce, jež byly ve strategické analýze identifikovány jako jedni z hlavních konkurentů Amazonu. Peer skupinu tedy tvoří americké společnosti Walmart, eBay a Target následované společnostmi Alibaba Group a JD reprezentující asijský kontinent. Záměrně byly zvoleni konkurenti ze dvou největších e-commerce trhů světa.

4.3.1 Horizontální analýza

Amazon zažil v uplynulých letech velmi rychlý rozvoj, hodnota jeho celkových aktiv a pasiv se v letech 2018–2022 téměř ztrojnásobila. Nejrychleji rostl mezi lety 2019 a 2020, kdy významně rozšiřoval své aktivity v reakci na zvýšenou poptávku, která v e-commerce nastala z důvodu celosvětově zaváděných protiepidemiologických opatření vůči onemocnění COVID-19. Mezi tato opatření patřilo zejména uzavírání kamenných provozoven či zavádění lockdownů, což vedlo k rychlému přesunu zákazníků do on-line prostoru. Rozvaha společnosti včetně jednotlivých aktivních i pasivních položek je zachycena v příloze č. I.

Na straně aktiv se na růstu větší mírou podílel dlouhodobý majetek. Z tabulky č. 2 je zřejmé, že Amazon v době zvýšené poptávky masivně investoval do své infrastruktury. Probíhající výstavba vzrostla po propuknutí pandemie o 152 %, významně se ale zvyšovaly i ostatní položky DHM. Společnost se zaměřovala nejen na výstavbu nových budov a technologicky vyspělých skladů, ale i na pořizování moderních zařízení a strojů, kterými tyto sklady vybavila a do značné míry zautomatizovala. Tyto investice by jí měli v budoucnu přinést další snížení provozních nákladů.

Růst stálých aktiv rovněž podpořily četné akvizice, skrze které Amazon získal nové technologie či know-how a podařilo se mu tak proniknout i do dalších odvětví. Tou doposud největší akvizicí je již zmíněná koupě potravinového řetězce Whole Foods z roku 2017 ve výši 13,7 mld. USD následovaná akvizicí mediální společnosti Metro-Goldwyn-Mayer (MGM) z roku 2021 ve výši 8,5 mld. USD.

V roce 2019 pak došlo ke změně účetních standardů, které nařídily vykazování aktiv a závazků z operativního leasingu do rozvahy společnosti. Tato změna se analogicky projevila i na straně pasiv v položce dlouhodobých závazků z leasingu.

I v rámci oběžného majetku lze pozorovat navýšení investic, a to zejména do krátkodobých a střednědobých cenných papírů s ratingem AAA a pevným investičním výnosem. Zvýšenou poptávku odráží i významný nárůst zásob a rostoucí hodnota pohledávek vůči zákazníkům, dodavatelům a prodejcům třetích stran. Snížení stavu peněžních prostředků v roce 2021 souvisí pravděpodobně s akvizicí MGM, kterou měla společnost v plánu financovat právě z těchto zdrojů.

Rok 2022 přinesl nejen uvolnění protiepidemiologických opatření, a tedy i částečný návrat zákazníků do kamenných prodejen a zpomalení poptávky, ale i vojenský konflikt na

Ukrajíně, který skrze nabídkový šok způsobil významný růst cen vstupů, jenž se projevil zvýšením globální inflace. Na tuto situaci reagovaly centrální banky zvyšováním úrokových sazeb, což může být jednou z příčin zpomalení růstu dlouhodobého majetku.

Patrné je ale zejména výrazné snížení obchodovatelných cenných papírů, potažmo i dlouhodobého finančního majetku. Stojí za ním investice Amazonu do společnosti Rivian, která se zabývá vývojem a výrobou elektromobilů, a která má Amazonu do roku 2030 dodat 100 000 nových elektrických dodávek. Amazon drží v této společnosti zhruba 20% podíl a je tak jejím významným investorem. Akcie Rivianu se ale během roku 2022 značně propadly, což způsobilo i nemalý pokles hodnoty finančního majetku. V rámci ostatních aktiv jsou pak evidovány práva na multimediální obsah, majetkové záruky, odložené daňové pohledávky a některé investice do vlastního kapitálu či držené akciové warranty.

Tabulka 2: Horizontální analýza aktiv (2018–2022), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12.</i>	19/18	20/19	21/20	22/21
AKTIVA CELKEM	38,49 %	42,60 %	30,93 %	10,02 %
STÁLÁ AKTIVA	43,17 %	48,00 %	38,33 %	17,10 %
DHM	17,65 %	55,58 %	41,70 %	16,49 %
– Pozemky a budovy	23,57 %	46,15 %	41,48 %	13,00 %
– Vybavení a stroje	30,63 %	36,34 %	32,36 %	22,36 %
– Probíhající výstavba	-12,02 %	152,29 %	63,48 %	20,59 %
– Ostatní DHM	20,72 %	21,25 %	9,17 %	11,75 %
– Oprávky	38,27 %	28,65 %	29,93 %	23,56 %
Operativní leasing	-	49,37 %	49,34 %	17,90 %
DNM	0,78 %	6,36 %	2,40 %	28,85 %
– Goodwill	1,42 %	1,78 %	2,36 %	31,99 %
– Nehmotná aktiva	-1,48 %	23,02 %	2,53 %	19,39 %
DFM	-53,13 %	325,04 %	13,00 %	-38,30 %
OBĚŽNÁ AKTIVA	28,27 %	37,78 %	21,73 %	-9,15 %
– Peněžní prostředky	13,68 %	16,71 %	-14,01 %	48,78 %
– Obchodovatelné CP	99,25 %	123,33 %	41,53 %	-73,03 %
– Zásoby	19,35 %	16,09 %	37,17 %	5,41 %
– Pohledávky	24,82 %	17,90 %	34,02 %	28,79 %
OSTATNÍ AKTIVA	107,25 %	27,88 %	26,65 %	84,65 %

Na straně pasiv, která jsou zachycena v tabulce č. 3, lze pozorovat rychlé zvyšování jak vlastního kapitálu, tak i cizích zdrojů. Amazonu se během pandemie značně dařilo, což dokládá i úroveň dosaženého zisku, která společně s nerozděleným ziskem minulých let tvořila značnou část vlastního kapitálu. Další významnou položku je rovněž dodatečný splacený kapitál, který představuje částku související se zaměstnaneckými akciemi. Hodnota

vlastních akcií byla dlouho konstantní, v roce 2022 ale Amazon část svých akcií zpětně odkoupil a hodnota v rozvaze se tak zvýšila. V tomtéž roce došlo také ke štěpení akcií v poměru 20:1, což by mohlo přilákat další drobné investory. Ztráta vykázaná v roce 2022 je podrobněji popsána v rámci horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty.

Cizí zdroje dlouhodobě převažují nad vlastním kapitálem, přičemž v letech 2018 až 2021 převyšovaly ty krátkodobé nad dlouhodobými. Mezi nejvýznamnější krátkodobé zdroje patří závazky vůči dodavatelům, které během zvýšené pandemické poptávky rychle vzrostly. Časová struktura závazků se změnila v roce 2022, kdy došlo k výraznějšímu nárůstu dlouhodobého dluhu. Lze předpokládat, že zvyšování cizích zdrojů velmi úzce souvisí s výše zmíněnými investicemi do dlouhodobého majetku včetně nových akvizic.

V rámci ostatního VH jsou zachyceny zejména výkyvy směnných kurzů spojené s peněžními prostředky, jejich ekvivalenty a obchodovatelnými cennými papíry denominovanými v cizí měně, jakožto i nerealizované zisky a ztráty plynoucí z držení těchto cenných papírů. Dále je zde vykázán přepočtení mezinárodních tržeb na americké dolary.

Tabulka 3: Horizontální analýza pasiv (2018–2022), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12.</i>	19/18	20/19	21/20	22/21
PASIVA CELKEM	38,49 %	42,60 %	30,93 %	10,02 %
VLASTNÍ KAPITÁL	42,51 %	50,51 %	48,01 %	5,64 %
– <i>Kmenové akcie</i>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	2060,00 %
– <i>Vlastní akcie (Treasury Stock)</i>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	326,62 %
– <i>Dodatečný splacený kapitál</i>	25,63 %	27,35 %	29,56 %	35,16 %
– <i>Akumulovaný ostatní VH</i>	-4,73 %	-81,74 %	664,44 %	226,09 %
– <i>Nerozdělený zisk minulých let</i>	105,53 %	59,03 %	68,32 %	63,49 %
– <i>VH běžného období (EAT)</i>	15,04 %	84,08 %	56,41 %	-108,16 %
CIZÍ ZDROJE	37,02 %	39,59 %	23,93 %	12,16 %
Krátkodobé závazky	28,40 %	43,93 %	12,57 %	9,23 %
– <i>Závazky vůči dodavatelům</i>	23,54 %	53,74 %	8,44 %	1,19 %
– <i>Výdaje příštích období a ostatní</i>	37,09 %	36,06 %	17,30 %	20,84 %
– <i>Výnosy příštích období</i>	25,31 %	18,53 %	21,83 %	11,84 %
Dlouhodobé závazky	48,65 %	34,53 %	38,10 %	15,14 %
– <i>Dlouhodobé závazky z leasingu</i>	312,34 %	32,12 %	28,68 %	7,86 %
– <i>Dlouhodobý dluh</i>	-0,34 %	35,88 %	53,21 %	37,76 %
– <i>Ostatní dlouhodobé závazky</i>	-30,70 %	39,82 %	38,94 %	-10,67 %

Při pohledu na horizontální analýzu výkazu zisku a ztráty, uvedenou v tabulce č. 4, lze pozorovat trvalý nárůst tržeb. Ty podle grafu č. 4 vychází zejména z vlastního internetového prodeje a poskytování služeb prodejcem třetích stran, tj. zejména z maloobchodní činnosti,

nikoliv ze sektoru AWS. Jejich rychlé zvyšování během pandemických let sice vystřídalo výrazné zpomalení v roce 2022, přesto se stále jedná o změnu v kladných číslech, která dokládá, že zvýšení poptávky během epidemiologických opatření nebylo pouze přechodné, ale mělo trvalejší povahu, což potvrzuje i Torkington (2021). Výkaz zisku a ztráty v absolutní podobě je uveden v příloze č. II.

Stejně jako tržby rostly během sledovaných období i provozní náklady, a to ve všech oblastech. Na počátku a během pandemie se v korelaci s posílenou poptávkou rychle zvyšovaly náklady na pořízení zboží a poskytnutí služeb i náklady fulfillmentu, mezi které patří zaměstnanecké mzdy či provoz skladů, fyzických prodejen a zákaznických center. Právě rychle se zvyšující mzdové náklady se společnost v reakci na snížení poptávky rozhodla začít snižovat, když na začátku roku 2023 oznámila propuštění až 18 000 zaměstnanců.

Nemalou částku investuje Amazon do vlastního výzkumu a vývoje s cílem nabídnout zákazníkům širokou nabídku produktů a služeb. Jedná se o náklady související nejen s maloobchodní činností např. ve formě vývoje nových skladovacích technologií, ale i se segmentem AWS, který ale vlastní internetový prodej značně podporuje. Jejich výše i neustálý růst jsou důkazem, že pro společnost je klíčová dlouhodobá úspěšnost, udržitelnost a konkurenceschopnost, nikoliv pouze krátkodobý zisk.

Pod marketingové a odbytové náklady spadají jednak veškeré formy reklamy, kterými společnost láká zákazníky do svých internetových obchodů a kamenných prodejen, a jednak mzdové náklady zaměstnanců, kteří se prodejem a marketingem zabývají. Podle Amazonu (2021, s. 26) se sice jedná do jisté míry o variabilní náklady související se změnou tržeb, přesto lze pozorovat relativně vysoký nárůst i v roce 2022, kdy se růst tržeb razantně snížil. Čistě do reklamy vložil Amazon v roce 2021 téměř 17 mld. USD a potvrdil tak pozici jednoho z největších inzerentů na světě.

Celkové provozní náklady Amazonu ve sledovaném období nikdy nepřesáhly úroveň tržeb a provozní výsledek hospodaření tak vždy nabyl kladných hodnot, přičemž největšího relativního růstu dosáhl v prvním roce pandemie. Úrokové výnosy plynou zejména z investované přebytečné hotovosti do již zmíněných krátkodobých a střednědobých cenných papírů s vysokým ratingovým stupněm, což naznačuje efektivní využívání přebytečných prostředků. Úrokové náklady jsou spojené primárně s dlouhodobým dluhem a finančním leasingem.

Značný vliv na čistý zisk má ale také položka ostatních nákladů (výnosů), ve které jsou zachyceny ztráty či zisky z realizovaných investic či ze změn směnných kurzů. Již zmíněná investice do společnosti Rivian tak značně ovlivnila výsledky za poslední dva roky. V roce 2021 došlo k úspěšnému primárnímu úpisu akcií Rivian na burzu NASDAQ, což pro Amazon znamenalo dodatečný výnos, který podpořil i tak rekordní provozní zisk. V následujícím roce ale došlo k výraznému propadu hodnoty akcií Rivianu a tedy i k vykázání vysoké investiční ztráty, která přeměnila kladný provozní výsledek hospodaření v záporný zisk po zdanění, neboť hodnota investice se v účetní závěrce každé čtvrtletí přepočítává podle aktuální tržní situace.

Na rozdíl od tržeb stojí ale za ziskovostí Amazonu zejména segment AWS, příp. další poskytované služby v oblasti reklamy či předplatného a služby prodejcům třetích stran. I přes vysoké tržby v rámci internetového prodeje dosahuje společnost dlouhodobě velmi nízkých marží, příp. ztráty. Tato situace by ale pro investory neměla být nutně znepokojující, neboť je dána velmi vysokými investicemi a zaměřením podniku na úspory z rozsahu, dlouhodobý časový horizont a zákaznickou spokojenost, což jsou faktory, které by měly být pro dlouhodobého investora zásadní. Nízký zisk navíc snižuje daně z příjmu.

Ztráta v roce 2022 je sice do jisté míry daná zpomalením poptávky po skončení protiepidemiologických opatření, zhoršením makroekonomické situace ve světě i rychlejším růstem nákladů vůči tržbám, ale není pravděpodobné, že by její původ zcela spočíval ve špatném finančním řízení společnosti, jakožto spíše v působení externích faktorů v čele s aktuálně ztrátovou investicí Rivian, jejíž hodnota se ale neustále vyvíjí. Naproti tomu je třeba vyzdvihnout velmi úspěšné předchozí roky, kdy společnost každoročně generovala rekordní zisky, a to navíc s přihlédnutím ke skutečnosti, že tržby rostly nejen během pandemie, ale i po jejím skončení.

Tabulka 4: Horizontální analýza VZZ (2018–2022), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12.</i>	19/18	20/19	21/20	22/21
Tržby z prodeje výrobků a služeb	20,45 %	37,62 %	21,70 %	9,40 %
<i>Náklady na zboží a služby</i>	<i>18,96 %</i>	<i>40,94 %</i>	<i>16,73 %</i>	<i>6,05 %</i>
Hrubý zisk	22,68 %	32,85 %	29,28 %	14,01 %
<i>Náklady fulfillmentu</i>	<i>18,24 %</i>	<i>45,45 %</i>	<i>28,36 %</i>	<i>12,23 %</i>
<i>Náklady na výzkum a vývoj</i>	<i>24,60 %</i>	<i>18,95 %</i>	<i>31,15 %</i>	<i>30,62 %</i>
<i>Marketingové a odbytové náklady</i>	<i>36,66 %</i>	<i>16,58 %</i>	<i>47,91 %</i>	<i>29,76 %</i>
<i>Administrativní náklady</i>	<i>20,00 %</i>	<i>28,16 %</i>	<i>32,32 %</i>	<i>34,77 %</i>
<i>Ost. provozní náklady (+) / výnosy (-)</i>	<i>-32,09 %</i>	<i>-137,31 %</i>	<i>-182,67 %</i>	<i>1937,10 %</i>
Celkové provozní náklady	23,53 %	29,28 %	32,91 %	23,35 %

Provozní výsledek hospodaření	17,07 %	57,48 %	8,65 %	-50,77 %
Úrokové výnosy	89,09 %	-33,29 %	-19,28 %	120,76 %
Úrokové náklady	12,91 %	2,94 %	9,84 %	30,85 %
Ostatní náklady (+) / výnosy (-)	-210,93 %	1067,98 %	517,17 %	-214,85 %
Zisk před zdaněním	24,11 %	73,00 %	57,79 %	-115,56 %
Rezervy na daň z příjmů	98,33 %	20,60 %	67,34 %	-167,15 %
Ostatní čistý zisk (-) / ztráta (+)	-255,56 %	-214,29 %	-75,00 %	-175,00 %
Čistý zisk	15,04 %	84,08 %	56,41 %	-108,16 %

4.3.2 Čistý pracovní kapitál

Ukazatel čistého pracovního kapitálu, vyjádřený např. podle Růčkové (2021, s. 63) jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky, dosáhl v letech 2018–2021 kladných hodnot, tedy krátkodobý majetek přesahoval výši krátkodobých závazků a společnost si tak vytvářela mírný finanční polštář.

V roce 2022 došlo ke snížení oběžných aktiv (zejm. obchodovatelných cenných papírů) a k nárůstu krátkodobých závazků, což vedlo k vykázání záporného ČPK. Významnou položkou krátkodobých závazků jsou ale i výdaje příštích období (z angl. *accrued expenses*), které nemusí být splaceny ihned, ale až v průběhu následujících 12 měsíců. Dalším důvodem záporného (či obecně nízkého ČPK) je charakteristika maloobchodního odvětví související s negativním peněžním cyklem, kdy zboží od dodavatelů může být obdrženo i prodáno zákazníkům určitou dobu před jeho skutečným zaplacením, což se projeví zvýšením krátkodobých závazků, ale přijaté peněžní prostředky z prodeje lze okamžitě využít a jejich množství v oběžných aktivech tak snížit. To dokazuje i konkurent Walmart, jehož běžná likvidita uvedená v tabulce č. 6 je ve všech letech nižší než 1, tedy jeho čistý pracovní kapitál je dlouhodobě záporný.

Tabulka 5: Čistý pracovní kapitál, zdroj: vlastní zpracování

<i>v mil. USD k 31. 12.</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Oběžná aktiva	75 101	96 334	132 733	161 580	146 791
Krátkodobé závazky	68 391	87 812	126 385	142 266	155 393
ČPK	6 710	8 522	6 348	19 314	-8 602

4.3.3 Peněžní cyklus

Pro adekvátní interpretaci čistého pracovního kapitálu i poměrových ukazatelů je tedy nejprve nutné zohlednit negativní peněžní cyklus, který stojí za velmi nízkými hodnotami těchto ukazatelů. Z tabulky č. 6 je zřejmé, že se jedná v odvětví e-commerce o zcela běžnou situaci, která firmám umožňuje velmi efektivní způsob řízení cashflow, což představuje i pro

Amazon důležitý faktor jeho dynamického růstu a úspěchu. Tato situace je samozřejmě nevýhodná pro dodavatele, kteří by mohli v případě snížení vyjednávací síly Amazonu začít přecházet k jiným odběratelům.

Tabulka 6: Peněžní cyklus, zdroj: vlastní zpracování

Peněžní cyklus (dny)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	-12	-12	-20	-21	-11
Walmart	2	2	1	3	6
eBay	-26	-28	-33	-29	-32
Target	-1	-2	-6	-7	-1
Alibaba Group	-83	-61	-51	-38	-35
JD	-21	-20	-19	-21	-21
PRŮMĚR	-24	-20	-21	-19	-16

4.3.4 Poměrové ukazatele

Pro samotnou interpretaci výsledků poměrových ukazatelů je nutné zdůraznit, že ačkoliv všichni členové peer skupiny (Walmart, eBay, Target, Alibaba Group a JD) působí v odvětví e-commerce, jejich obchodní modely nejsou zcela identické a nesou svá specifika, která se promítají i do hodnot jednotlivých poměrových ukazatelů. Další omezení spočívají v přímé časové porovnatelnosti, neboť hospodářské roky společností Walmart, Target a Alibaba Group se od hospodářského roku Amazonu (a dalších členů peer skupiny), kterým je kalendářní rok, odlišují. V případě Walmartu i Targetu se pro hospodářský rok 2023 jedná o období od 1. 2. 2022 do 31. 1. 2023 a bez jednoho měsíce tak zachycuje celý rok 2022. Z tohoto důvodu byl hospodářský rok 2023 zvolen pro porovnání s hospodářským rokem 2022 ostatních společností. Analogicky je tomu i ostatních roků finanční analýzy. U Alibaby trvá hospodářský rok od 1. 4. do 31. 3. následujícího roku. Vzhledem k omezené dostupnosti podrobných dat a k velmi podobným hospodářským cyklům a sezónním výkyvům v rámci odvětví nebyla ale data dále upravována.

Ukazatele likvidity

Běžná likvidita (L3) se podle Růčkové (2021, s. 62) vypočte následovně:

$$\text{běžná likvidita (L3)} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (13)$$

Obecně se doporučuje, aby se běžná likvidita nacházela v intervalu 1,5–2,5, jak je ale patrné z tabulky č. 7, v e-commerce se hodnota tohoto ukazatele nachází spíše pod tímto intervalem. Běžná likvidita Amazonu je velmi nízká a s výjimkou roku 2022 se stabilně

pohybuje mírně nad hodnotou 1, ve srovnání s průměrem peer skupiny obvykle na nižší úrovni. Jak již byl zmíněno v rámci analýzy ČPK, i velmi nízké hodnoty nemusí z důvodu delší splatnosti závazků vůči dodavatelům znamenat nutný problém, jak ostatně dokazuje i již zmíněný Walmart, příp. i společnost JD. Omezení tohoto ukazatele ve formě doby splatnosti krátkodobých závazků zmiňuje i Růčková (2021, s. 62).

Tabulka 7: Běžná likvidita (L3), zdroj: vlastní zpracování

Běžná likvidita (L3)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	1,10	1,10	1,05	1,14	0,94
Walmart	0,80	0,79	0,97	0,93	0,82
eBay	1,60	1,16	1,80	1,97	2,18
Target	0,83	0,89	1,03	0,99	0,92
Alibaba Group	1,89	1,30	1,91	1,70	1,66
JD	0,87	0,99	1,35	1,35	1,32
PRŮMĚR	1,18	1,04	1,35	1,35	1,31

Pohotová likvidita (L2) se podle Růčkové (2021, s. 62) vypočte podle vzorce:

$$\text{pohotová likvidita (L2)} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (14)$$

Úroveň pohotové likvidity se pohybuje pod hodnotou 1, tj. společnost by ke splacení všech krátkodobých závazků byla nucena prodat část svých zásob, nestačily by jí pouze peněžní prostředky, krátkodobý finanční majetek a krátkodobé pohledávky. Na druhou stranu je opět nutné zdůraznit, že velkou část krátkodobých závazků tvoří výdaje příštích období s až 12měsíční dobou splatnosti a opět zde působí negativní peněžní cyklus. Ve srovnání s peer skupinou dosahuje Amazon podprůměrné, s výjimkou roku 2022 ale mírně rostoucí, pohotové likvidity.

Tabulka 8: Pohotová likvidita (L2), zdroj: vlastní zpracování

Pohotová likvidita (L2)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	0,85	0,86	0,86	0,91	0,72
Walmart	0,23	0,22	0,49	0,28	0,21
eBay	1,60	1,16	1,80	1,97	2,18
Target	0,20	0,27	0,50	0,35	0,22
Alibaba Group	1,86	1,26	1,85	1,63	1,59
JD	0,50	0,58	1,01	1,01	1,02
PRŮMĚR	0,87	0,73	1,09	1,03	0,99

Hotovostní likvidita (L1) se podle Knápkové et al. (2017, s. 95) zjistí podle vzorce:

$$\text{hotovostní likvidita (L1)} = \frac{\text{pen. prostředky} + \text{kr. finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (15)$$

Hotovostní neboli okamžitá likvidita se mezi jednotlivými podniky značně liší a nebývá meziročně stabilní. V případě Amazonu nejsou výkyvy tak výrazné, což lze z pohledu věřitelů hodnotit pozitivně. Vlastníci mohou příznivě vnímat nepříliš vysoké hodnoty, které svědčí o efektivním využívání finančních prostředků. Celkově lze okamžitou likviditu Amazonu ve srovnání s ostatními podniky hodnotit jako relativně optimální kombinaci rizika a efektivity. Výši ukazatele výrazně zvyšuje hodnota krátkodobých cenných papírů, která v letech 2020 a 2021 dokonce převyšovala výši peněžních prostředků. I z tohoto důvodu mohlo v roce 2022 dojít k jejich částečnému prodeji, čímž došlo i k výraznému snížení tohoto ukazatele.

Tabulka 9: Hotovostní likvidita (L1), zdroj: vlastní zpracování

Hotovostní likvidita (L1)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	0,60	0,63	0,67	0,68	0,45
Walmart	0,10	0,12	0,19	0,17	0,10
eBay	1,10	0,68	0,87	1,58	1,75
Target	0,10	0,18	0,42	0,27	0,11
Alibaba Group	1,55	0,98	1,50	1,28	1,19
JD	0,30	0,44	0,84	0,84	0,83
PRŮMĚR	0,63	0,50	0,75	0,80	0,74

Ukazatele rentability

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) se podle Knápkové et al. (2017, s. 102) vypočítá podle vzorce:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (16)$$

Ukazatel nabýval s výjimkou roku 2022 vždy kladných hodnot, které se pohybovaly okolo velmi slušných 20 %, což je mnohem více než návratnost alternativních bezrizikových investic. ROE sice meziročně kolísá, jedná se ale o společný znak i ostatních podniků, kde jsou výkyvy obvykle znatelnější. Za propadem pod dvacetiprocentní hranici v roce 2019 stál nárůst vlastního kapitálu v kombinaci s menším růstem zisku. V roce 2022 byla po velmi úspěšném předchozím roce vykázána ztráta z důvodu již zmíněné investice do Rivianu, která

se promítá i do ostatních ukazatelů rentability. Přesto lze výsledky tohoto ukazatele hodnotit kladně.

Tabulka 10: Rentabilita vlastního kapitálu (ROE), zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita VK (ROE)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	23,13 %	18,67 %	22,84 %	24,13 %	-1,86 %
Walmart	9,20 %	19,93 %	16,69 %	16,42 %	15,23 %
eBay	33,88 %	49,93 %	69,84 %	2,58 %	-24,72 %
Target	26,00 %	27,73 %	30,25 %	54,15 %	24,75 %
Alibaba Group	17,52 %	17,85 %	19,78 %	16,06 %	6,56 %
JD	-4,17 %	14,88 %	26,34 %	-1,70 %	4,86 %
PRŮMĚR	17,59 %	24,83 %	30,96 %	18,61 %	4,14 %

Rentabilita aktiv (ROA) se podle Knápkové et al. (2017, s. 101) vypočítá podle vzorce:

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (17)$$

V čitateli byl využit zisk před zdaněním a úroky, který je vhodnější pro mezifirmní srovnání, protože abstrahuje od odlišeného daňového zatížení a vlivu zadlužení. Tento ukazatel vyjadřující produkční sílu podniku nabýval s výjimkou roku 2021, kdy společnost vygenerovala rekordní zisk, nižší než průměrné hodnoty peer skupiny a společnost by tak mohla svá aktiva využívat lépe. Důvodem nižších hodnot může být velmi rychlý nárůst dlouhodobého hmotného majetku, jehož potenciál k tvorbě zisku nebyl ještě naplno využit.

Tabulka 11: Rentabilita aktiv (ROA), zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita aktiv (ROA)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	7,79 %	6,92 %	8,04 %	9,50 %	-0,77 %
Walmart	6,30 %	9,60 %	9,06 %	8,45 %	7,86 %
eBay	11,28 %	10,80 %	18,90 %	2,51 %	-6,55 %
Target	10,02 %	10,91 %	12,73 %	17,33 %	7,30 %
Alibaba Group	11,60 %	10,57 %	12,65 %	10,47 %	4,65 %
JD	-1,54 %	5,55 %	12,30 %	-0,33 %	2,68 %
PRŮMĚR	7,57 %	9,06 %	12,28 %	7,99 %	2,53 %

Rentabilita tržeb (ROS) se podle Knápkové et al. (2017, s. 100) vypočítá podle vzorce:

$$ROS = \frac{zisk (EBIT)}{tržby} \quad (18)$$

V čitateli byl opět zvolen zisk ve formě EBIT. Rentabilita tržeb odráží velmi nízkou ziskovou marži, která je navíc z většiny generována segmentem AWS, a nikoliv zisky z e-commerce. Ve srovnání s peer skupinou se jedná o značně podprůměrné hodnoty, a to

zejména vůči společnostem eBay a Alibaba Group. Naopak ve srovnání s ostatními podniky dosahuje Amazon podobné úrovně. Až do roku 2021 bylo navíc možné pozorovat růst hodnoty tohoto ukazatele. Tento trend byl ale v roce 2022 přerušen a zůstává otázkou, jakým směrem se bude rentabilita vyvíjet nadále. Společnost Amazon patřila po většinu své existence k podnikům s téměř nulovým ziskem či dokonce ztrátou. Někteří investoři by sice mohli minimální ziskovost kritizovat, je však třeba připomenout, že to vyplývá ze strategie zaměřující se na technologie, investice a dlouhodobou úspěšnost globálního rozsahu.

Tabulka 12: Rentabilita tržeb (ROS), zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita tržeb (ROS)	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	5,44 %	5,55 %	6,69 %	8,51 %	-0,69 %
Walmart	2,68 %	4,34 %	4,09 %	3,61 %	3,13 %
eBay	29,77 %	26,42 %	41,03 %	6,40 %	-13,95 %
Target	5,49 %	5,97 %	6,97 %	8,80 %	3,57 %
Alibaba Group	33,24 %	27,06 %	32,59 %	24,68 %	9,24 %
JD	-0,70 %	2,50 %	6,96 %	-0,17 %	1,53 %
PRŮMĚR	12,65 %	11,97 %	16,39 %	8,64 %	0,47 %

Ukazatele zadluženosti

Celkovou zadluženost lze podle Knápkové et al. (2017, s. 88) vypočítat podle vzorce:

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}} \quad (19)$$

Hodnota celkové zadluženosti Amazonu se pohybuje kolem 70 %, což je více než průměr v peer skupině, který ale značně snižují čínské společnosti Alibaba Group a JD. Při porovnání s americkými společnostmi dosahuje Amazon velmi podobných výsledků, přičemž s výjimkou mírného zvýšení v posledním roce se mu dařilo tento poměr snižovat. Přesto je podnik dlouhodobě financován převážně z cizího kapitálu, kdy dlouhou dobu převažovaly krátkodobé zdroje, v roce 2022 je ale vystřídaly zdroje dlouhodobé.

Tabulka 13: Celková zadluženost, zdroj: vlastní zpracování

Celková zadluženost	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	73,23 %	72,45 %	70,92 %	67,13 %	68,44 %
Walmart	63,69 %	65,52 %	65,33 %	62,47 %	65,50 %
eBay	72,47 %	84,21 %	81,56 %	63,28 %	75,29 %
Target	72,64 %	72,34 %	71,82 %	76,16 %	78,94 %
Alibaba Group	38,72 %	36,23 %	33,00 %	35,89 %	36,17 %
JD	63,27 %	61,26 %	47,52 %	50,30 %	53,95 %
PRŮMĚR	64,00 %	65,33 %	61,69 %	59,20 %	63,05 %

Míra zadluženosti se podle Knápkové et al. (2017, s. 89) zjistí podle vzorce:

$$\text{míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (20)$$

I poměr cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu ukazuje, že ve srovnání s odvětvím by mohl být Amazon o něco méně zadlužen, hodnotu zde snižuje ale zejména čínská Alibaba, která ze sledovaných firem jako jediná využívá primárně vlastní kapitál, což se u ní projevuje i v dalším ukazateli úrokového krytí, ve kterém vyniká.

Tabulka 14: Míra zadluženosti, zdroj: vlastní zpracování

Míra zadluženosti	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	2,73	2,63	2,44	2,04	2,17
Walmart	1,93	2,08	2,04	1,84	2,08
eBay	2,63	5,33	4,42	1,72	3,05
Target	2,65	2,62	2,55	3,20	3,75
Alibaba Group	0,76	0,71	0,57	0,65	0,65
JD	2,21	1,94	1,07	1,20	1,51
PRŮMĚR	2,15	2,55	2,18	1,77	2,20

Zmíněný ukazatel **úrokového krytí** lze podle Knápkové et al. (2017, s. 89) zjistit jako:

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT (provozní VH)}}{\text{nákladové úroky}} \quad (21)$$

Pro výpočet tohoto ukazatele byl místo zisku ve formě EBIT využit provozní VH (z angl. *operating income*). Důvodem byl záměr abstrahovat EBIT od položky ostatních nákladů a výnosů, které by ukazatel úrokového krytí zkreslily. Při pohledu na tabulku č. 15 je zřejmé, že Amazon nemá problém financovat svůj dluh ziskem plynoucím z jeho provozní činnosti. Ve srovnání s peer skupinkou se pohybuje na průměrných hodnotách. Značný pokles je ale patrný v roce 2022, což opět dokládá ochlazení poptávky a zhoršenou makroekonomickou situaci ve světě. Přesto se stále jedná o bezpečnou hodnotu.

Tabulka 15: Úrokové krytí, zdroj: vlastní zpracování

Úrokové krytí	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	8,77	9,09	13,90	13,75	5,17
Walmart	9,36	7,91	9,74	13,01	9,60
eBay	5,37	5,69	8,67	10,87	10,00
Target	8,92	9,77	6,69	21,25	8,05
Alibaba Group	19,44	11,00	17,65	20,04	14,19
JD	-	12,41	10,97	3,41	9,37
PRŮMĚR	10,37	9,31	11,27	13,72	9,40

Ukazatele aktivity

Obrat aktiv se podle Vochozky (2020, s. 43) vypočte podle vzorce:

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}} \quad (22)$$

Hodnota obratu aktiv se ve všech sledovaných obdobích pohybovala nad doporučenou hodnotou 1, tedy Amazon efektivně využívá svůj majetek a částečně tak kompenzuje nízkou ziskovou marží. Patrný je ale setrvalý pokles tohoto ukazatele, který může odrážet nově pořízený majetek, který přispěje k tvorbě tržeb později. Přesto by společnost měla být při dalším rozšiřování aktiv obezřetná, aby v budoucnu nedocházelo k neúměrné majetkové vybavenosti.

Tabulka 16: Obrat aktiv, zdroj: vlastní zpracování

Obrat aktiv	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	1,43	1,25	1,20	1,12	1,11
Walmart	2,35	2,22	2,21	2,34	2,51
eBay	0,38	0,41	0,46	0,39	0,47
Target	1,83	1,83	1,83	1,97	2,05
Alibaba Group	0,35	0,39	0,39	0,42	0,50
JD	2,21	2,22	1,77	1,92	1,76
PRŮMĚR	1,42	1,38	1,31	1,36	1,40

Doba obratu zásob se podle Vochozky (2020, s. 43) vypočte podle vzorce:

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/360} \quad (23)$$

Tento ukazatel byl využit již v rámci peněžního cyklu, zde je ale uveden v mírně odlišném výpočtu. Ve jmenovateli byly použity tržby pro snadnější porovnatelnost s dalšími ukazateli aktivity. Společnost eBay nebyla do srovnání zahrnuta, neboť hodnotu zásob neuvádí.

U Amazonu jsou zásoby v průměru vázány po dobu 25 dní, než dojde k jejich prodeji, příp. spotřebě, což je ve srovnání s ostatními podniky nejnižší (a tedy nejlepší) hodnota. Tato situace může úzce souviset s nízkou rentabilitou tržeb, neboť k získání co největšího tržního podílu může společnost volit strategii co nejrychlejšího prodeje zboží, a to i za cenu velmi nízkých ziskových marží. Rychlá obrátkovost zásob je jedním z typických znaků maloobchodního odvětví, kdy jsou zásoby evidovány především jako zboží určené k okamžitému prodeji, a nikoliv jako zásoby určené do výroby, které je třeba držet déle. Pokud by byly zásoby zbytečně veliké, vázaly by na sebe kapitál, který nepřináší žádný

výnos. Naopak neměly by klesnout pod takovou úroveň, kdyby už docházelo k výpadkům v dodávkách.

Tabulka 17: Doba obratu zásob, zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu zásob	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	27	26	22	25	24
Walmart	31	31	29	36	33
Target	45	41	41	47	45
Alibaba Group	55	44	34	26	28
JD	34	36	28	29	27
PRŮMĚR	38	36	31	32	31

Doba splatnosti pohledávek se podle Vochozky (2020, s. 44) vypočte podle vzorce:

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}/360} \quad (24)$$

Ve srovnání s peer skupinou trvá Amazonu relativně dlouho (v průměru 26 dní) než od svých odběratelů platby za pohledávky obdrží. Z tabulky č. 18 lze pozorovat velmi nízké hodnoty zejména u řetězců s více kamennými prodejny jako je Walmart či Target, kde dochází k téměř okamžitému inkasu pohledávek. Vzhledem k dlouhé době splatnosti závazků uvedené v tabulce č. 19 se ale stále jedná o velmi dobré hodnoty. Podrobněji byla tato situace popsáno v rámci peněžního cyklu.

Tabulka 18: Doba splatnosti pohledávek, zdroj: vlastní zpracování

Doba splatnosti pohledávek	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	26	27	23	25	30
Walmart	4	4	4	5	5
eBay	30	27	15	3	3
Target	3	2	2	3	3
Alibaba Group	10	13	14	14	14
JD	9	4	3	5	7
PRŮMĚR	14	13	10	9	10

Analogicky se vypočte i zmíněná **doba splatnosti závazků**, přičemž ve výpočtu byly zvoleny celkové krátkodobé závazky, nikoliv pouze závazky vůči dodavatelům.

$$\text{doba splatnosti závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}/360} \quad (25)$$

Amazon si díky své velikosti a silné vyjednávací pozici může dovolit hradit své závazky v průměru za 111 dní, což mu poskytuje výhody bezplatného obchodního úvěru. Při pohledu

na peer skupiny je patrné, že tato doba je delší u společností, které se zaměřují více na elektronický obchod než na prodej v kamenných prodejnách a naopak.

Tabulka 19: Doba splatnosti závazků, zdroj: vlastní zpracování

Doba splatnosti závazků	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	106	113	118	109	109
Walmart	54	53	60	55	54
eBay	185	197	162	160	157
Target	72	67	77	74	64
Alibaba Group	195	198	171	189	162
JD	94	87	84	84	92
PRŮMĚR	118	119	112	112	106

Ukazatele kapitálového trhu

Vzhledem ke kotaci akcií na americké burze cenných papírů NASDAQ je možné uvést i některé ukazatele kapitálového trhu, které nejsou založeny na dividendách, neboť ty Amazon i z důvodu nízkého zisku nevyplácí.

P/E ratio se podle Vochozky (2020, s. 47) vypočítá jako:

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}} \quad (26)$$

V praxi se při výpočtu obvykle využívá zředěného čistého zisku na akcii. Při jeho použití dostaneme hodnoty uvedené v tabulce č. 20, které se vztahují vždy k poslednímu dni daného roku. Pokud byla v daném roce vykázána ztráta, ukazatel nebyl počítán.

P/E ratio je v případě Amazonu velmi vysoké, a to i ve srovnání s ostatními podniky, což potvrzuje předpoklad z teoretické části práce. Ukazuje to tak na skutečnost, kdy zisk je vzhledem k tržní ceně akcií na nízké úrovni. To může na jednu stranu znamenat, že se hodnota společnosti přeceňuje, ale zároveň může jít i o očekávání vyšších zisků v budoucnu, což by bylo v souladu s dlouhodobou strategií společnosti. Pozorovat lze spíše klesající trend tohoto ukazatele, neboť v dobách téměř nulového zisku nabýval mnohem vyšších hodnot než ve sledovaném období. Za současnou ziskovostí ale aktuálně stojí již mnohokrát zmíněný segment AWS, nikoliv e-commerce.

Tabulka 20: P/E ratio, zdroj: vlastní zpracování

P/E	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	74,58	80,27	77,84	51,46	-
Walmart	42,40	22,06	29,58	28,71	33,69
eBay	11,01	17,28	6,37	3,24	-
Target	13,25	17,41	20,97	15,63	28,79
Alibaba Group	47,37	36,71	24,42	26,98	30,38
JD	-	30,06	18,14	-	60,94
PRŮMĚR	37,72	33,97	29,55	25,20	38,45

P/BV ratio se podle Knápkové et al. (2017, s. 112) vypočítá jako:

$$P/BV = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii}} \quad (27)$$

Z následující tabulky je zřejmé, že hodnoty P/BV ratia, tedy tržního ocenění vlastního kapitálu, jsou v případě Amazonu opět mnohem vyšší než v případě konkurentů, a to až do roku 2022, kdy došlo k výraznému poklesu ceny akcií. Akcie tak byly před i během pandemie COVID-19 značně nadhodnocené, na což trh po zpomalení poptávky reagoval značným ochlazením. Otázkou však zůstává, zdali cena akcií Amazonu již dosáhla svého aktuálního dna a čeká ji růst, nebo zdali medvědí trend bude pokračovat i v dalších měsících.

Tabulka 21: P/BV ratio, zdroj: vlastní zpracování

P/BV	2018	2019	2020	2021	2022
Amazon	16,93	14,83	17,54	12,28	5,89
Walmart	3,83	4,29	4,90	4,64	5,06
eBay	4,09	10,01	9,65	4,04	4,34
Target	3,35	4,72	6,28	8,10	7,06
Alibaba Group	8,15	6,44	4,86	4,27	1,94
JD	3,50	4,37	4,73	3,32	2,88
PRŮMĚR	6,64	7,44	7,99	6,11	4,53

4.3.5 Altmanův model

Za zástupce souhrnných ukazatelů byl z důvodu zaměření na americký akciový trh vybrán právě Altmanův model, jehož Z-skóre se podle Růčkové (2021, s. 90) pro společnosti veřejně obchodovatelné na burze vypočte jako:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0 X_5 \quad (28)$$

kde X_1 = podíl ČPK / aktiva, X_2 = nerozdělené zisky / aktiva, X_3 = EBIT / aktiva, X_4 = tržní hodnota VK / cizí zdroje, X_5 = tržby / aktiva. Tržní hodnota vlastního kapitálu odpovídá tržní kapitalizaci byla získána ze serveru companiesmarketcap.com.

Pro interpretaci modelu se využívá 3 pásem. Podle Knápkové et al. (2017, s. 132) představuje hodnota Z-skóre vyšší než 2,99 uspokojivou finanční situaci, hodnota v intervalu 1,81 až 2,99 nevyhraněnou finanční situaci a hodnota nižší než 1,81 indikuje finanční problémy. Z následující tabulky je patrné, že společnost Amazon dosahovala ve všech letech velmi dobrého Z-skóre. Jeho snížení přišlo až v roce 2022 a opět tak potvrdilo zhoršenou ekonomickou situaci, která se na podniku značně podepsala. Hlavním faktorem v Altmanově modelu bylo výrazné snížení rekordní tržní hodnoty vlastního kapitálu (tržní kapitalizace), která se snížila téměř dvojnásobně. Stále se ale jedná o velmi dobrou hodnotu, která sice zatím neindikuje vážné finanční problémy, přesto by potenciální investoři měli být s výhledy do budoucna opatrní.

Tabulka 22: Altmanův model, zdroj: vlastní zpracování

Altmanův model	Váha	2018	2019	2020	2021	2022
X ₁	1,2	0,04	0,04	0,02	0,05	-0,02
X ₂	1,4	0,12	0,14	0,16	0,20	0,18
X ₃	3,3	0,08	0,07	0,08	0,10	-0,01
X ₄	0,6	6,19	5,64	7,17	5,99	2,71
X ₅	1	1,43	1,25	1,20	1,12	1,11
Z-skóre		5,62	5,10	6,02	5,37	2,94

4.3.6 Zhodnocení finančního zdraví podniku

Rovněž finanční analýza potvrdila, že Amazon již dávno není pouhým on-line knihkupectvím, ale velmi komplexní, dynamickou a investicemi poháněnou společností působící v mnoha oblastech. Tržby sice stále pocházejí primárně z e-commerce oblasti, ale ignorovat nelze ani rychle se rozvíjející sektor cloudových služeb (AWS) přinášející alespoň určitou úroveň zisků, které společnosti dlouhou dobu chyběly. Nadšení pro nové technologie se může silně projevit i v účetních výkazech, jak dokazuje např. i investice do společnosti Rivian, která po velmi úspěšných covidových letech přivedla Amazon v roce 2022 do ztráty. Dlouhodobý investor by měl ale v případě Amazonu s výkyvy, které jsou podloženy investicemi do budoucna, při svém investičním rozhodování počítat.

S maloobchodním odvětvím je také obecně spojen negativní peněžní cyklus způsobený dlouhou splatností závazků vůči dodavatelům, který vysvětluje velmi nízké hodnoty čistého pracovního kapitál i ukazatelů likvidity. V oblasti dalších poměrových ukazatelů se Amazon ve srovnání s peer skupinou pohybuje zpravidla okolo průměrných či až podprůměrných

hodnot, které je ale třeba brát s rezervou, neboť obchodní modely konkurenčních podniků nejsou identické a hodnoty jejich ukazatelů se mezi sebou značně liší.

V oblasti rentability tržeb je ale patrné zaostávání za konkurencí, za což je Amazon investory často kritizován, přestože ve svých výročních zprávách mnohokrát zmiňuje zaměření na technologie a dlouhodobou úspěšnost. Z dalších ukazatelů lze zmínit relativně vyšší zadlužení, které má ale tendenci se snižovat a z hlediska úrokového krytí bylo vždy dosaženo dostatečného provozního zisku k financování tohoto dluhu. Pozitivně lze hodnotit ukazatele aktivity, zejména pak velmi krátkou dobu obratu zásob, která přispívá k efektivnímu využívání majetku. Z pohledu ukazatelů kapitálového trhu se lze domnívat, že cena akcií byla během pandemie COVID-19 nadhodnocená, což odpovídá současnému propadu tržní kapitalizace na předkrizové úrovni.

I přes některé problémy jako je dlouhodobě nízká ziskovost či zpomalení růstu tržeb a ztráta z loňského roku nelze Amazon hodnotit jako firmu, které by hrozil bankrot, ale naopak jako rychle se rozvíjející a přitom finančně stabilní podnik, který dostává svým závazkům a naplňuje tak předpoklad *going concern*, jenž je stěžejní pro jeho následné ocenění. Tuto informaci potvrzuje i hodnota Z-skóre z Altmanova bankrotního modelu.

5 PROJEKTOVÁ ČÁST

V rámci projektové části je nejprve sestaven finanční plán, na který navazuje již samotná valuace podniku. Hlavní metodou ocenění je DCF entity, která je aplikována po stanovení očekávaných budoucích toků (FCFF) a výpočtu vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC). V rámci doplňkové metody srovnatelných podniků (multiples) jsou následně vypočítány a zhodnoceny ukazatele P/S a EV/S. Po stanovení hodnoty společnosti a vnitřní hodnoty akcie je na základě provedených analýz odhadnut budoucí vývoj společnosti a je stanoveno investiční doporučení.

5.1 Finanční plán

Finanční plán, jehož předpoklady vychází z provedené strategické a finanční analýzy, je sestaven pro období následujících pěti let (2023–2027) a zahrnuje zejména predikci VZZ a rozvahy. Jeho základním znakem je předpoklad vyšších zisků než v dosavadním období.

5.1.1 Predikce výkazu zisku a ztráty

Základem finančního plánu je prognóza tržeb, která byla nejprve provedena metodou lineární regrese. Za vysvětlující proměnnou byl dosazen ukazatel nominálního HDP ve Spojených státech, vysvětlovanou proměnnou byly tržby společnosti Amazon. Pro predikci následujících 5 let bylo využito celkem 12 pozorování od roku 2010 až do roku 2021. Jak výsledný model, tak i nezávislá proměnná, se s velmi nízkými p-hodnotami ukázaly jako statisticky průkazné. Kompletní model, kterému se podařilo vysvětlit 94,7 % celkové variability, je uveden v příloze č. III, přičemž jeho regresní přímka má následující podobu, kde hodnoty obou koeficientů jsou pro přehlednost zaokrouhleny.

$$y = -799489,3 + 0,052199x$$

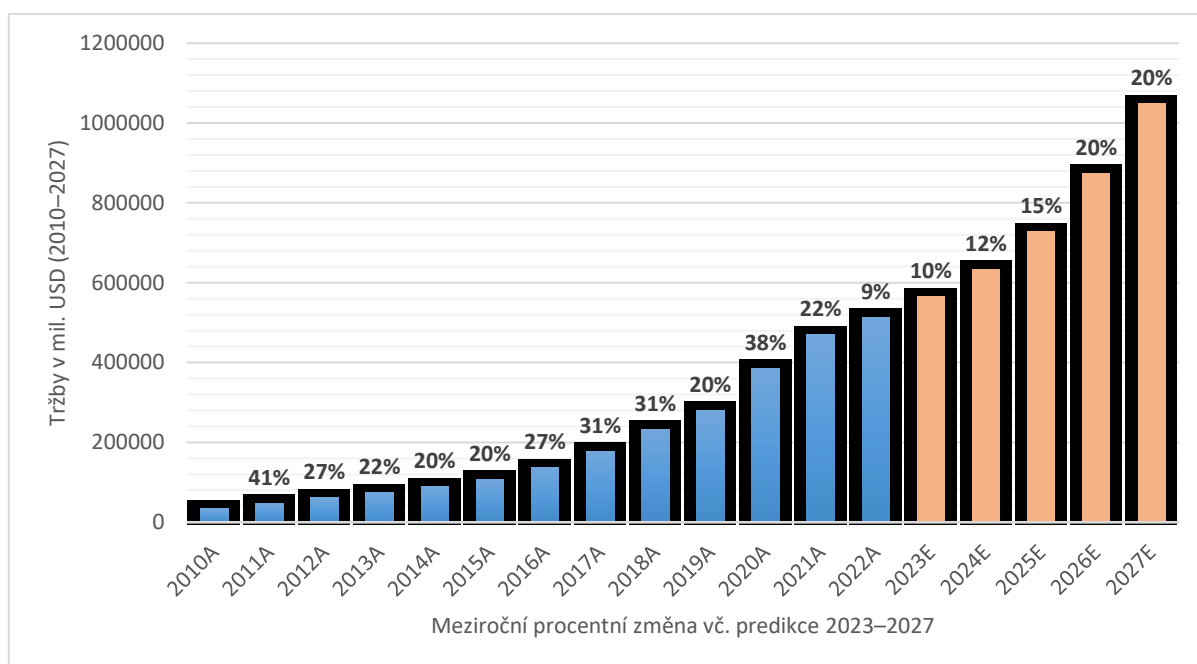
Data o budoucích hodnotách HDP, která jsou potřebná k odhadu budoucích tržeb, byla získána z odhadu od O'Neill (2023) ze serveru Statista. Jak je patrné z tabulky č. 23, model odhaduje ve všech následujících letech růstový trend, což je v souladu s historickým vývojem, kdy tržby meziročně ani jednou neklesly. Lze předpokládat, že vzhledem k současným makroekonomickým podmínkám bude růst tržeb v letošním, případně i nadcházejícím roce, skutečně pomalejší než v minulých letech, kdy Amazon nebývale rostl díky pandemii COVID-19. Přesto lze na základě výsledků strategické analýzy uvažovat v nadcházejících letech spíše o dynamičtějším růstu než naznačuje sestavený regresní model.

Jak ve svém výzkumu uvádí i Karas a Režňáková (2011, s. 21), je třeba kvantitativní metody odhadu tržeb kombinovat s expertními názory a dalšími analýzami. Z tohoto důvodu byly zjištěny odhady i dalších analytiků získané ze serveru *Yahoo Finance* pro roky 2023 a 2024 a *Marketscreener* pro rok 2025. Pro další období sice nejsou odhady veřejně dostupné, ale již z těchto dat lze pozorovat, že oceňovatelé sice předpokládají nízký růst tržeb v letošním roce, ale zároveň se shodují na postupném zrychlování růstu v dalších letech.

Tabulka 23: Predikce tržeb,
zdroj: vl. zpracování dle O'Neill (2023), Yahoo Finance (2023) a Marketscreener (2023)

v mil. USD	2022A/E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Lineární regresní model						
HDP (y)	25 035 160	26 185 210	27 057 200	28 045 310	29 165 530	30 281 520
Tržby (x)	513 983	567 366	612 883	664 462	722 937	781 191
Růst tržeb	-	10,39 %	8,02 %	8,42 %	8,80 %	8,06 %
Průměrný odhad analytiků						
Tržby	513 983	557 160	625 940	706 380	-	-
Růst tržeb	-	8,40 %	12,34 %	12,85 %	-	-
Výsledná predikce						
Tržby	513 983	565 381	633 227	728 211	873 853	1 048 624
Růst tržeb	-	10 %	12 %	15 %	20 %	20 %

Výsledné hodnoty tržeb byly nakonec stanoveny na základě 3 faktorů, tj. lineárního regresního modelu, prognóz dalších analytiků a předpokladů autora práce vycházejících z provedených analýz. Nižší tempa růstu by v budoucnu, po odeznění nepříznivých makroekonomických podmínek ve formě vysoké inflace, úrokových sazeb a obecně hrozící recese, měla opět vystřídat růstově dynamičtější období. Předpoklad růstu tržeb lze založit zejména na každoročně rozsáhlých investicích do výzkumu a vývoje či pronikání do dalších oborů a odvětví. Zároveň je ale třeba zohlednit nasycení zejména amerického trhu, kde sice stále existuje prostor pro větší tržní podíl, ten se ale bude společnosti i vzhledem k rostoucí konkurenci získávat čím dál složitěji. V kombinaci s obtížným pronikáním na nové trhy lze tak v dlouhodobějším horizontu spatřovat stále významný, ale spíše nižší růst, než který společnost zažívala až do roku 2021. Grafické znázornění tržeb mezi lety 2010 až 2027 zachycuje graf č. 6.



Graf 6: Čisté tržby včetně predikce, zdroj: vlastní zpracování

Po sestavení plánu tržeb je možné predikovat jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty, které byly určeny následovně.

- **Náklady na prodané zboží a poskytnuté služby** vychází z historického poměru vůči tržbám. Pro roky 2023 a 2024 byl z důvodu zhoršených ekonomických podmínek ještě zachován mírně vyšší poměr než v loňském roce. Poté je ale již predikováno postupné snižování tohoto poměru, a to z důvodu dalšího zvyšování úspor z rozsahu a posilování vyjednávací pozice vůči dodavatelům.
- **Hrubý zisk** je rozdílem mezi tržbami a náklady na prodané zboží a poskytnuté služby.
- **Náklady fulfillmentu** se vůči tržbám v uplynulém období zvyšovaly. Zvýšení se předpokládá i v letošním roce jako důsledek problémů se zaměstnanci či rostoucích vstupních nákladů. V dalších letech se předpokládá již mírně klesající trend vycházející ze současných vysokých investic do technologií a infrastruktury, které budou náklady fulfillmentu např. díky zvýšené produktivitě práce dále snižovat.
- **Náklady na výzkum a vývoj** jsou stanoveny poměrově vůči tržbám. Pro letošní rok byla stanovena průměrná hodnota z let 2018–2022, která je každoročně snižována o 0,2 %, čímž je zachycen mírný pokles pozorovatelný i v uplynulém období. Náklady na výzkum a vývoj jsou již dnes velmi vysoké a nepředpokládá se tak další

výraznější nárůst. Zároveň je ale třeba tyto náklady udržovat v dostatečné výši, aby nedošlo ke ztrátě konkurenceschopnosti.

- **Marketingové a odbytové náklady** jsou pro Amazon jakožto jednoho z největších inzerentů světa důležité. V průměru tvořily 6,7 % tržeb a tento poměr byl zachován i pro následující roky.
- **Administrativní náklady a ostatní provozní náklady/výnosy** jsou ve všech letech určeny poměrově k tržbám, a to opět průměrem za posledních 5 let.
- **Celkové provozní náklady** jsou součtem nákladů výše uvedených výdajů s výjimkou nákladů na prodané zboží a poskytnuté služby.
- **Provozní VH** je dán rozdílem hrubého zisku a celkových provozních nákladů.
- **Úrokové výnosy** jsou stanoveny klouzavým průměrem vždy posledních 5 hodnot.
- **Úrokové náklady** jsou určeny na základě predikovaného dlouhodobého dluhu a dlouhodobých závazků z leasingu (v rozvaze). Výpočet vychází z průměrného poměru úrokových nákladů vůči těmto položkám v minulých letech, který se v souladu s očekávaným snižováním úrokových sazeb v budoucnu mírně snižuje.
- **Ostatní náklady/výnosy** je obtížné přesně predikovat, neboť před investicí do Rivianu se jednalo o zanedbatelnou položku, která ale velmi pozitivně i negativně ovlivnila výsledný zisk v letech 2021 a 2022. Její výše tak z velké části závisí na nepředvídatelném vývoji akcií této automobilky, přičemž zároveň může dojít i k prodeji podílu, který Amazon ve společnosti má. Z tohoto důvodu je pro následující roky zvolena průměrná hodnota této položky před touto investicí, tedy mezi lety 2018–2021.
- **Zisk před zdaněním** je tvořen provozním VH, od kterého jsou odečteny úrokové a ostatní náklady a přičteny úrokové a ostatní výnosy.
- **Rezervy na daň z příjmů** jsou stanoveny pomocí průměru efektivní daňové sazby z let 2018–2021 (zahrnutím roku 2022 by došlo k výraznému zkrácení) a položka **ostatního čistého zisku/ztráty** byla vzhledem k zanedbatelnému významu ponechána nulová.
- **Čistý zisk** je rozdílem zisku před zdaněním a daně z příjmů. V následujících letech by se měl postupně zvyšovat, přesto lze předpokládat, že hodnota ziskové marže

bude vzhledem k dlouhodobému zaměření společnosti stále relativně nízká a její opravdu výrazné zvýšení lze očekávat až v dlouhodobějším časovém horizontu.

Tabulka 24: Predikce VZZ (2023–2027), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Tržby z prodeje vyr. a sl.	513 983	565 381	633 227	728 211	873 853	1 048 624
<i>Náklady na zboží a služby</i>	288 831	322 267	360 939	400 516	463 142	534 798
Hrubý zisk	225 152	243 114	272 288	327 695	410 711	513 826
<i>Náklady fulfillmentu</i>	84 299	97 246	104 482	115 057	131 952	151 002
<i>Náklady na výzkum a vývoj</i>	73 213	70 601	77 887	88 114	103 989	122 689
<i>Marketingové a odbytové nákl.</i>	42 238	37 890	42 436	48 802	585 62	70 275
<i>Administrativní náklady</i>	11 891	10 895	12 203	14 033	168 40	20 207
<i>Ost. provozní N(+)/V(-)</i>	1 263	496	555	638	766	919
Celkové provozní náklady	212 904	217 127	237 563	266 644	312 108	365 092
Provozní VH	12 248	25 987	34 724	61 051	98 603	148 734
<i>Úrokové výnosy</i>	-989	-653	-695	-668	-691	-739
<i>Úrokové náklady</i>	2 367	3 780	3 706	3 065	2 690	2093
<i>Ostatní N(+)/V(-)</i>	16 806	-797	-797	-797	-797	-797
Zisk před zdaněním	-5 936	23 657	32 511	59 451	97 401	148 177
<i>Rezerva na daň z příjmů</i>	-3 217	3 076	4 228	7 731	12 666	19 269
<i>Ostatní čistý zisk (+)/ztráta (-)</i>	3	0	0	0	0	0
Čistý zisk	-2 722	20 581	28 283	51 721	84 735	128 908

5.1.2 Predikce rozvahy

Dalším potřebným výkazem pro sestavení volných peněžních toků je rozvaha, jejíž predikované položky aktiv byly určeny následujícím způsobem. Jednotlivé hodnoty zachycuje tabulka č. 25.

- **Dlouhodobý hmotný majetek** (tj. pozemky, budovy, vybavení, stroje atd.) je určen poměrem k tržbám na základě historických hodnot s ohledem na historický obrat dlouhodobého majetku. V roce 2023 i 2024 je tento poměr stanoven na 57 % a v dalších letech se očekává jeho postupné snižování, což by mělo reflektovat i plánovaný snižující se podíl kapitálových investic vůči tržbám.
- **Operativní leasing** je opět stanoven na základě historické úrovně vůči tržbám, přičemž pro první dva plánované roky je převzata poslední známá hodnota, v dalších letech pak dochází opět k mírnému snížení tohoto poměru. Stejně jako u DHM se v absolutních hodnotách očekává jeho zpomalující růst.
- **Nehmotná aktiva** jsou určena na základě průměrného poměru vůči tržbám, přičemž se vzhledem k technologickému zaměření společnosti očekává setrvalý nárůst.

- **Goodwill** je zachován v poslední známé hodnotě.
- **Peněžní prostředky a jejich ekvivalenty** jsou stanoveny jako dopočítávací položka oběžných aktiv s ohledem na hodnoty ukazatele běžné likvidity, který v minulosti nabýval relativně stabilních hodnot. Do budoucna se počítá s podobnou výší běžné likvidity, na základě čehož byla tato položka dopočítána.
- **Obchodovatelné cenné papíry i DFM** jsou v současnosti značně ovlivněny nepředvídatelnou investicí do Rivianu, jejich hodnota proto byla predikována pomocí pětiletého klouzavého průměru.
- **Zásoby** jsou vypočteny na základě doby obratu, která byla v předchozích letech relativně stabilní. Pro výpočet nebyly v tomto případě použity tržby, ale náklady na prodané zboží a poskytnuté služby. Průměrnou dobou obratu, tj. 43 dny, byly tyto náklady vynásobeny a následně byl tento mezivýsledek vydělen 365 dny.
- **Pohledávky** jsou zjištěny obdobným způsobem jako zásoby za využití průměrné doby obratu pohledávek, která činí 26 dní a byla stanovena standardně vůči tržbám.
- **Ostatní aktiva** obsahují mimo jiné hudební a video obsah spojený s platformou Amazon Prime Video. Jejich objem neustále narůstá a vzhledem k popularitě streamovacích médií lze očekávat navýšení i v budoucnu. V rámci predikce se proto poměr ostatních aktiv vůči tržbám každoročně zvyšuje o jeden procentní bod.

Tabulka 25: Predikce aktiv (2023–2027), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
AKTIVA CELKEM	462 675	531 111	596 075	667 798	799 924	976 221
STÁLÁ AKTIVA	281 330	300 917	334 462	366 995	435 732	518 138
DHM	186 715	197 883	221 629	247 592	297 110	356 532
Operativní leasing	66 123	72 934	81 686	86 657	103 989	124 786
DNM	26 385	27 945	28 864	30 150	32 123	34 490
– <i>Goodwill</i>	20 288	20 288	20 288	20 288	20 288	20 288
– <i>Nehmotná aktiva</i>	6 097	7 657	8 576	9 862	11 835	14 202
DFM	2 107	2 154	2 282	2 596	2 511	2 330
OBĚŽNÁ AKTIVA	146 791	190 617	210 955	235 264	276 806	342 734
– <i>Peněžní prostředky</i>	53 888	80 000	90 000	100 000	125 000	175 000
– <i>Obchodovatelné CP</i>	16 138	29 334	33 301	36 175	34 955	29 981
– <i>Zásoby</i>	34 405	37 911	42 460	47 116	54 484	62 913
– <i>Pohledávky</i>	42 360	43 372	45 193	51 972	62 367	74 840
OSTATNÍ AKTIVA	34 554	39 577	50 658	65 539	87 385	115 349

Predikce pasiv vycházela z následujících předpokladů a výsledné hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 26.

- **Kmenové akcie** jsou zachovány v poslední známé hodnotě.
- **Vlastní akcie** představují akcie, které byly společností zpětně odkoupeny. Jejich zvýšení v roce 2022 bylo dáno právě zpětným odkupem, který se ale v dalších letech nepředpokládá, a proto je poslední známá hodnota použita i pro další roky.
- **Dodatečný splacený kapitál** je vypočítán na základě akciových kompenzací zaměstnancům. Ty byly na základě minulých let stanoveny jako 2,5 % z tržeb a následně přičteny k předchozí hodnotě této položky. Vzhledem k výraznému zastoupení této položky nebylo uvažováno o pouhém převzetí poslední známé hodnoty jako u dalších položek VK.
- **Akumulovaný ostatní VH** je stanoven v poslední známe hodnotě.
- **Nerozdělený zisk minulých let** je získán přičtením čistého zisku k nerozdělenému zisku z předchozích období.
- **VH běžného období** je převzat z plánovaného VZZ.
- **Závazky vůči dodavatelům** jsou stanoveny na základě průměrné doby obratu této položky (105 dní) obdobným způsobem jako při predikci zásob, tedy opět vztažením k nákladům na prodané zboží a poskytnuté služby.
- **Výdaje a výnosy příštích období** jsou ve sledovaném období vůči tržbám stabilní, a proto je průměrný poměr vůči tržbám, tj. 11,3 % a 2,7 %, použit i v dalších letech.
- **Dlouhodobé závazky z leasingu a dlouhodobý dluh** jsou dopočítány do celkové sumy aktiv a pasiv po zohlednění všech ostatních položek. Vyrovnání položky nebylo dopočítáno přes peněžní prostředky a jejich ekvivalenty, aby byla udržena požadovaná běžná likvidita. Počítá se ještě s mírným navýšením v příštím a přes příštím roce, poté by se ale dluh mohl začít postupně mírně snižovat.
- **Ostatní dlouhodobé závazky** jsou vypočítány klouzavým průměrem za posledních 5 let.

Tabulka 26: Predikce aktiv (2023–2027), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
PASIVA CELKEM	462 675	531 111	596 075	667 798	799 924	976 221
VLASTNÍ KAPITÁL	146 043	180 759	224 872	294 798	401 379	556 503
– Kmenové akcie	108	108	108	108	108	108
– Vlastní akcie (Treasury Stock)	-7 837	-7 837	-7 837	-7 837	-7 837	-7 837
– Dodatečný splacený kapitál	75 066	89 201	105 031	123 236	145 083	171 298
– Akumulovaný ostatní VH	-4 487	-4 487	-4 487	-4 487	-4 487	-4 487
– Nerozdělený zisk minulých let	85 915	83 193	103 774	132 057	183 778	268 512
– VH běžného období	-2 722	20 581	28 283	51 721	84 735	128 908
CIZÍ ZDROJE	316 632	350 352	371 202	373 000	398 544	419 718
Krátkodobé závazky	155 393	171 274	191 827	216 421	254 690	299 609
– Závazky vůči dodavatelům	79 600	92 480	103 578	114 935	132 907	153 470
– Výdaje příštích období a ostatní	62 566	63 719	71 365	82 070	98 484	118 180
– Výnosy příštích období	13 227	15 075	16 884	19 416	23 299	27 959
Dlouhodobé závazky	161 239	179 078	179 376	156 579	143 854	120 108
– Dl. záv. z leasingu a dl. dluh	140 118	160 775	160 925	136 872	123 609	100 543
– Ostatní dlouhodobé závazky	21 121	18 303	18 451	197 07	20 245	19 565

5.2 Aplikace vybrané valuační metody (DCF)

Jako hlavní valuační model byl pro Amazon vybrán nejčastěji využívaný model DCF entity. Důvodem pro volbu této metody byla zejména jeho komplexnost, která umožňuje využít poznatků nabytých v rámci strategické i finanční analýzy. Dalším důvodem bylo jeho zaměření na budoucí peněžní toky namísto historické výkonnosti, což je v případě Amazonu, u kterého se výraznější zisky jako důsledek vysokých investic teprve očekávají, logickou volbou. Navíc není pro jeho provedení nutné srovnávat Amazon s peer skupinou, což se vzhledem k širokému zaměření společnosti jeví jako další výhoda. Na druhou stranu je stále potřeba brát v potaz limity DCF, jako je značná citlivost na vstupní data, vysoký podíl pokračující hodnoty na celkovém ocenění či nutnost stanovit mnoho předpokladů o dalším vývoji společnosti

5.2.1 Odhad volných peněžních toků

Pro odhad volných peněžních toků do firmy (FCFF) podle vzorce č. 5 se vycházelo ze zisku EBIT, který byl následně upraven o korporátní daň ve výši 15 %, jež je o něco vyšší než efektivní sazba daně použitá v plánovaném VZZ a částečně tak počítá s možným navýšením daňové sazby v budoucnu. Tímto výpočtem byl získán čistý operativní zisk po zdanění

(NOPAT), ke kterému je dále nutné přičíst předpokládané odpisy a odečíst plánované kapitálové investice a změny v čistém pracovním kapitálu.

Kapitálové investice Amazonu se v posledních letech velmi rychle navyšovaly, maximální hodnoty dosáhly v loňském roce, v poměru k tržbám to ale již bylo v roce předminulém. Autor této práce předpokládá, že společnost se již nachází v pozdější fázi tohoto investičního cyklu a bude přecházet do období, kdy bude tyto investice zhodnocovat prostřednictvím vyšších marží a generování volného peněžního toku v následujících letech. Snížení CapEx lze předpokládat i vzhledem k poklesu původně vysoké pandemické poptávky, kvůli které jejich výše vyrostla na rekordní hodnoty, či vzhledem k aktuálně rostoucím úrokovým sazbám. Vývoj kapitálových investic včetně poměru k tržbám zachycuje tabulka č. 27.

Tabulka 27: Kapitálové investice (CapEx), zdroj: vlastní zpracování

<i>v mil. USD k 31. 12.</i>	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Současné kapitálové investice	11 323	12 689	35 044	55 396	58 321
% z tržeb	4,8 %	4,52 %	9,08 %	11,79 %	11,35 %
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Plánované kapitálové investice	56 538	56 990	58 257	61 170	62 917
% z tržeb	10 %	9 %	8 %	7 %	6 %

Výše odpisů byla stanovena na základě historického vývoje této položky vůči kapitálovým investicím, přičemž se předpokládá, že jejich výše bude postupně konvergovat ke 100% poměru. Zároveň byly odpisy a amortizace vztaženy i k tržbám a DHM, aby byla i na základě těchto poměrů z minulých let zhodnocena jejich potřebná výše. Změna pracovního kapitálu v tomto případě vychází z mírně odlišného výpočtu než v rámci finanční analýzy. Od součtu hodnot plánovaných zásob a pohledávek byla odečtena výše závazků vůči dodavatelům a výdaje i výnosy příštích období. Odhad volného peněžního toku do firmy souhrnně zachycuje tabulka č. 28.

Tabulka 28: Odhad volných peněžních toků (FCFF), zdroj: vlastní zpracování

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT (Operating Income)	12 248	27 437	36 217	62 516	100 091	150 270
* (1-t)	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
NOPAT	10 411	23 322	30 784	53 139	85 077	127729
+ odpisy	41 921	42 404	45 592	49 518	55 053	59 772
- kapitálové investice (CapEx)	58 321	56 538	56 990	58 257	61 170	62 917
- Δ pracovního kapitálu	1 893	11 363	14 182	13 160	20 507	24 017
FCFF	-7 882	-2 176	5 204	31 240	58 453	100567

5.2.2 Stanovení diskontní míry

Pro stanovení diskontní míry volných peněžních toků do firmy (FCFF) je nutné určit vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) podle vzorce č. 7.

Náklady na cizí kapitál (n_{CK}) byly vypočítány podle následující tabulky č. 29. Nejprve byl určen dvouletý průměr položek dlouhodobého dluhu a dlouhodobých závazků z leasingu a následně byly zjištěny úrokové náklady za poslední rok, které byly těmito úročenými dluhovými závazky vyděleny. Následně bylo nutné výsledek upravit o daňový štít, pro který byla použita průměrná efektivní sazba daně vypočítána z let 2018–2021.

Tabulka 29: Náklady na CK, zdroj: vlastní zpracování

<i>v mil. USD</i>	
Dlouhodobé dluhové závazky $(2021+2022)/2$	128 257
Úrokové náklady (2022)	2 367
Náklady na cizí kapitál (n_{CK})	1,85 %
Efektivní daňová sazba (t)	13 %
$n_{CK} \times (1-t)$	1,61%

Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny za využití modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) podle vzorce č. 8 a jejich výpočet je uveden v tabulce č. 30. Volba modelu CAPM vychází z teoretické části práce a hlavními důvody jeho výběru jsou jednoduchost, možnost využití pro veřejně obchodované společnosti a podle Pinta (2007, s. 55) i nižší míra subjektivity než v případě stavebnicového modelu, který je vhodnější spíše pro soukromé společnosti. Navíc se jedná o v praxi značně rozšířený model.

Za bezrizikovou sazbu byl zvolen výnos třicetiletých amerických státních dluhopisů ke dni ocenění, tj. 5. 4. 2023, který byl převzat z webu Ministerstva financí USA (2023). Průměrná tržní riziková prémie ve Spojených státech se za posledních 10 let pohybovala podle webu Statista (2022) kolem 5,5 %, což při bezrizikové sazbě 3,6 % zhruba odpovídá průměrné výnosnosti tržního indexu S&P500, a proto byla pro kalkulaci nákladů na vlastní kapitál tato riziková prémie využita.

Podle Zapletalová (2022, s. 70) je vhodným nástrojem pro získání **koeficientu beta**, nutného k provedení výpočtu WACC, metoda regresní analýzy, která by při volbě nejčastěji užívaného pětiletého horizontu měla využívat měsíční data. Byl tedy sestaven ekonometrický model o 60 pozorováních (04/2018–03/2023), kde za závislou proměnou byly zvoleny upravené uzavírací ceny akciového indexu S&P500. Ten představuje hlavní

trh, na němž společnost působí, a navíc je i tohoto indexu významnou součástí. Za nezávislou proměnnou byly zvoleny neupravené uzavírací ceny akcií Amazon. Výsledný model uvedený v příloze č. IV se ukázal jako statisticky průkazný s koeficientem determinace 68 %. Hodnota koeficientu beta byla stanovena na 1,25, tj. akcie Amazonu jsou o 25 % volatilnější než trh a jejich systematické riziko je tak vyšší než riziko trhu. Totožnou hodnotu uvádí např. i server *Yahoo Finance*, ze kterého byla získána i vstupní data.

Tabulka 30: Náklady na VK, zdroj: vlastní zpracování

CAPM	5. 4. 2023
Bezriziková sazba	3,60 %
Beta	1,25
Riziková prémie	5,5 %
n_{VK}	10,45 %

Pro samotný výpočet WACC byla využita tržní hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění ve výši 1 047 000 mil. USD, která odpovídá tržní kapitalizaci společnosti. Hodnota dluhu byla stanovena pro zjednodušení v účetní hodnotě a ve stejné výši jako při výpočtu nákladů na cizí kapitál, neboť získání její tržní hodnoty by bylo velmi komplikované a předpokládá se, že by nedošlo k výrazným rozdílům. Finální výpočet WACC zachycuje tabulka č. 31.

Tabulka 31: Výpočet WACC, zdroj: vlastní zpracování

WACC	5. 4. 2023
CK/K	10,91 %
Náklad na cizí kapitál (n _{CK})	1,61 %
VK/K	89,09 %
Náklady na vlastní kapitál (n _{VK})	10,45 %
WACC	9,49 %

5.2.3 Stanovení hodnoty společnosti

Nyní je možné již přistoupit ke stanovení hodnoty společnosti. Nejprve byly podle první části vzorce č. 9 diskontovány pomocí WACC volné peněžní toky (FCFF), jejichž součtem byla zjištěna hodnota společnosti v 1. fázi uvedená v tabulce č. 32.

Tabulka 32: Výpočet hodnoty společnosti – 1. fáze, zdroj: vlastní zpracování

k 31. 12. v mil. USD	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
FCFF	-7 882	-3 408	3 936	29 995	57 189	99 261
WACC	9,49%					
Současná hodnota FCFF	-	-3 113	3 283	22 854	39 798	63 092
Hodnota společnosti – 1. fáze	125 915					

Ve 2. fázi je nutné stanovit diskontovanou pokračující hodnotu podle druhé části vzorce č. 9. Její výpočet uvádí tabulka č. 33. Tempo růstu bylo stanoveno na základě předpokládaného růstu HDP ve Spojených státech, který byl již využit v rámci regresní analýzy pro predikci tržeb. Na základě těchto dat se očekává růst v rozmezí 3–4 %, a proto bylo i se zohledněním určité opatrnosti zvoleno tempo růstu ve výši 3%, což je i v oceňovací praxi poměrně častá hodnota.

Tabulka 33: Výpočet pokračující hodnoty – 2. fáze, zdroj: vlastní zpracování

<i>v mil. USD</i>	
Tempo růstu (g)	3,00 %
FCFF 2027 * (1+g)	102 239
WACC	9,49 %
Pokračující hodnota (nediskontovaná)	1 576 148
Pokračující hodnota (diskontovaná) – 2. fáze	1 001 824

Součtem obou fází byla dosažena celková brutto hodnota společnosti ve výši 1 127 739 mil. USD. Po zohlednění čistého dluhu, tedy odečtení dlouhodobého dluhu včetně leasingu a přičtení peněžních prostředků spolu s obchodovatelnými cennými papíry, byla zjištěna výsledná hodnota vlastního kapitálu ve výši **1 057 647 mil. USD**, ze které byla při aktuálním počtu akcií v oběhu vypočítána vnitřní hodnota jedné akcie, jež činí **103,80 USD**. Ocenění podniku bylo provedeno ke dni 5. 4. 2023, kdy se akcie Amazonu obchodovaly za 101,10 USD a upside k tomuto dni tak činil 3 %. Výpočet jednotlivých úrovní hodnoty společnosti i vnitřní hodnoty akcie uvádí tabulka č. 34.

Tabulka 34: Stanovení výsledné hodnoty podniku a vnitřní hodnoty akcie, zdroj: vlastní zpracování

<i>v mil. USD (mimo počtu akcií a vnitřní hodnoty akcie)</i>	5. 4. 2023
Hodnota podniku (brutto)	1 127 739
- dlouhodobý dluh a závazky z leasingu	140 118
Hodnota podniku (netto)	987 621
+ peněžní prostředky a obchodovatelné cenné papíry	70 092
Výsledná hodnota VK	1 057 647
/ počet akcií v oběhu (mil. ks)	10 189
Vnitřní hodnota akcie	103,80 \$

5.3 Aplikace doplňkové valuační metody (Multiples)

Jako doplňková metoda k ocenění pomocí DCF entity byly zvoleny multiples, konkrétně metoda srovnatelných podniků, v rámci které byly vypočítány ukazatele P/S a EV/S jak pro Amazon, tak i pro ostatní členy peer skupiny. Volba násobků založených na tržbách vychází z povahy maloobchodního (e-commerce) odvětví, pro které jsou i podle Damodarana (2017) vhodnější volbou než násobky založené na zisku. Pro jejich použití dále hovoří skutečnost, že jak Amazon, tak i eBay, vykázaly v roce 2022 ztrátu a např. P/E násobek by tak nabyl záporných hodnot.

Nejprve byly oba ukazatele vypočítány pro členy peer skupiny a následně byl stanoven průměr a medián těchto dat. Výpočty vychází z nejaktuálnějších dat dostupných k 5. 4. 2023, kdy bylo provedeno ocenění na základě DCF. Vzhledem k citlivosti této metody na výběr adekvátních srovnatelných podniků byla pro porovnání rovněž použita data z webu profesora Damodarana (2023), který zde zveřejňuje aktualizované hodnoty těchto ukazatelů pro celé odvětví e-commerce. V databázi je odvětví označované jako *Retail (Online)* a dostupná data lze volit i na základě teritoriálního rozdělení. Z důvodu globálního působení společnosti Amazon byly využity hodnoty pro celosvětové odvětví, které byly doplněny o údaje pro americký trh, jenž je pro Amazon stále stěžejní.

5.3.1 Ukazatel P/S

Hodnoty poměru tržní ceny k tržbám (P/S) podle vzorce č. 11 jsou zachyceny v tabulce č. 35. Ve srovnání s průměrem i mediánem peer skupiny dosahuje Amazon vyšších hodnot, přičemž lze ale pozorovat rozdělení na skupinu, jejíž P/S poměr se pohybuje pod hodnotou 1 (Walmart, Target, JD), a na skupinu s P/S hodnotou vyšší než 2 (Amazon, Alibaba Group, eBay). Projevuje se zde tak omezení metody srovnatelných podniků, neboť při volbě první skupiny by byly akcie Amazonu označeny za nadhodnocené, při volbě druhé skupiny za spravedlivě ohodnocené až podhodnocené. Různorodost dat lze spatřovat zejména v neidentických obchodních modelech, kdy všichni členové peer skupiny sice působí v odvětví e-commerce, jejich způsob fungování je ale často odlišný.

Odvětvová data podle Damodarana jsou jak v případě globálního zaměření tak i v případě Spojených států vyšší než průměr dosažený peer skupinou, přesto je i podle nich Amazon relativně nadhodnocen. Výslednou hodnotu vlastního kapitálu lze získat vynásobením tohoto ukazatele poslední známou hodnotou tržeb, předpokládanou vnitřní hodnotu akcie

pak následným vydělením počtem akcií v oběhu. Vnitřní hodnota akcie pro průměr, medián i oba ukazatele odvětví je zachycena v souhrnné tabulce č. 37.

Tabulka 35: P/S pro peer skupinu a odvětví, zdroj: vlastní zpracování

P/S		
Peer skupina		
Amazon	2,00	Výsledná hodnota VK (v mil. USD)
Walmart	0,67	
eBay	2,50	
Target	0,70	
Alibaba Group	2,01	
JD	0,42	
Průměr	1,39	
Medián	1,35	695 897
Odvětví – Online (Retail)		
Global	1,83	940 589
USA	1,63	837 792

5.3.2 Ukazatel EV/S

Protože ukazatel P/S nezohledňuje zadluženost podniků, byl podle vzorce č. 12 rovněž vypočítán poměr hodnoty podniku k tržbám (EV/S) uvedený v tabulce č. 36. I podle těchto dat je společnost Amazon vůči svým konkurentům relativně nadhodnocená, přičemž pro odvětví lze ale pozorovat výrazněji vyšší hodnoty než pro členy peer skupiny. Při využití ukazatele EV/S bylo v rámci metody multiples dosaženo jak nejvyšší, tak i nejnižší (global) výsledné hodnoty VK, která byla po vynásobení ukazatele tržbami zjištěna úpravou o výši čistého dluhu. Odhady vnitřní hodnoty akcie jsou opět zachyceny v tabulce č. 37.

Tabulka 36: EV/S pro peer skupinu a odvětví, zdroj: vlastní zpracování

EV/S		
Peer skupina		
Amazon	2,17	Výsledná hodnota VK (v mil. USD)
Walmart	0,75	
eBay	2,58	
Target	0,83	
Alibaba Group	1,74	
JD	0,33	
Průměr	1,40	
Medián	1,29	591 431
Odvětví – Online (Retail)		
Global	2,04	978 433
USA	1,87	891 056

I přes velmi rozdílné odhady vnitřní hodnoty akcie z metody srovnatelných podniků vyplývá, že jsou akcie Amazonu stále relativně nadhodnocené, přičemž míra rozdílu vnitřní hodnoty a aktuální tržní ceny (101,10 USD) závisí na použitém ukazateli, metrice a především pak na volbě srovnávaných podniků. Je zřejmé, že při porovnání pouze s konkurenty jako je eBay a Alibaba Group by výsledné hodnocení bylo značně odlišné a pro Amazon optimističtější než v případě průměru celé skupiny.

Riziko špatné volby adekvátní peer skupiny je vzhledem ke komplexnímu zaměření společností v odvětví značné, a to i přesto, že byla snaha jej při stanovení peer skupiny limitovat. Konkurenční podniky byly vybrány jednak na základě strategické analýzy, která se věnovala zejména odvětví e-commerce, příp. maloobchodu, a jednak na základě veřejně dostupných dat. Pro co nejpřesnější porovnání by bylo nutné ale dále rozdělit jednotlivé segmenty, ve kterých Amazon působí, a porovnat tyto dílčí činnosti s dalšími adekvátními podniky, což by ale obnášelo i nutnost získání interních dat, která nejsou z výročních zpráv dostupné.

Tabulka 37: Vnitřní hodnota akcie podle metody multiples, zdroj: vlastní zpracování

5. 4. 2023	P/S	EV/S
Průměr – peer sk.	69,90 \$	63,86 \$
Medián – peer sk.	68,30 \$	58,05 \$
Online (Retail) - Global	92,31 \$	96,03 \$
Online (Retail) - USA	82,23 \$	87,45 \$

Dále je třeba zdůraznit, že tato metoda nevychází z výsledků finanční ani strategické analýzy a nereflektuje tak v sobě dlouhodobé zaměření společnosti, ani nezkoumá situaci členů peer skupiny. Z těchto důvodů by odhad hodnoty podniku na základě čistě této metody vedl ke značně zkresleným výsledkům, a proto se pro její stanovení jeví jako adekvátnější metoda DCF entity, jenž vychází z předpokladu růstu budoucí peněžních toků i ziskovosti.

Na druhou stranu metoda multiples ve všech uvažovaných variantách indikuje, že i přes výrazný pokles ceny akcie na úrovni před pandemií COVID-19 stále existuje riziko jejich nadhodnocení a potenciální investoři by tak měli být i nadále při investičním rozhodování obezřetní a počítat s dalším možným cenovým poklesem.

5.4 Předpokládaný vývoj Amazonu

Společnost Amazon sice zažila výrazné zpomalení růstu v loňském roce, kdy i z důvodu problémové investice do Rivianu vykázala ztrátu, přesto lze v nadcházejících letech vzhledem k rozsáhlým investičním výdajům i změně spotřebitelského chování předpokládat setrvalý nárůst tržeb, ke kterému by se měla přidat i vyšší ziskovost generovaná jak segmentem cloudových služeb *AWS*, tak postupně i segmenty *North America* a *International* zaměřených nejen na e-commerce, ale i na další rychle rostoucí aktivity. Bude-li se ziskovost zvyšovat, očekává se růst cen akcií, neboť současné nízké zisky, případně i nevyplácení dividend, mohou některé investory od nákupu akcií odradit.

Aktuálně se Amazon, i vzhledem k nepříznivé makroekonomické situaci, které vévodí zvýšená inflace, vysoké úrokové sazby a očekávání nízkého růstu HDP, snaží snížit své provozní náklady, což se projevuje výrazným propouštěním zaměstnanců (Weise 2023) či zavíráním některých kamenných prodejen (Malik 2023). Celkově lze personální politiku a rozšiřování své přítomnosti mimo on-line prostředí považovat za významné slabé stránky, na které by se společnost v dalších letech měla zaměřit. Problémy se zaměstnanci může alespoň částečně vyřešit dalším zaváděním automatizace a robotizace, čímž dojde i ke zvýšení produktivity práce. Prosazení vlastních kamenných prodejen je ale z důvodu rozsáhlé stávající konkurence (Walmart, Target) značně obtížné. Vzhledem k nedávné akvizici řetězce supermarketů Whole Foods nelze ale očekávat, že by se společnost z kamenných prodejen stáhla úplně. Na základě historické akviziční politiky lze z dlouhodobé perspektivy naopak uvažovat o dalším rozšiřování aktivit v mnoha dalších oblastech.

Hrozbou, kterou by Amazon neměl do budoucna podceňovat, je jeho současná konkurence, které vévodí společnosti působící zejména na asijském trhu (Alibaba Group, JD), přičemž Asie je již dnes největším e-commerce trhem na světě. Amazon se na tento trh snažil proniknout skrze své tržiště *amazon.cn*, od roku 2019 ale nabízí pouze zboží od zahraničně usazených prodejců, přičemž omezeny jsou zde i jeho další Prime služby. I vzhledem k hrozbě vládních regulací a omezení obchodu v těchto zemích se bude Amazon dále upínat spíše na politicky stabilní americký a evropský trh, kde disponuje silnou vyjednávací pozicí, ale zároveň ještě zcela nenaplnil potenciál těchto trhů.

E-commerce bude stejně jako mnohá další odvětví silně ovlivňovat rozvoj a využití umělé inteligence, přičemž autor této práce předpokládá, že nevyužívání jejích možností by

v blízké budoucnosti vedlo ke ztrátě konkurenceschopnosti, a to zvláště u technologicky zaměřených firem. Vědom si toho je i Amazon, který v dubnu roku 2023 oznámil vývoj vlastní umělé inteligence Bedrock (Wiggers 2023) v rámci sektoru AWS, což umožní nejen rozvoj nabízených cloudových služeb, ale bude docházet i k podpoře dalších oblastí, ve kterých Amazon působí. Lze předpokládat, že umělá inteligence bude ve větší míře nasazena i v rámci již dnes technologicky velmi vyspělých skladů, což dále může vést ke snížení doby vyřízení objednávky, zvýšení produktivity zaměstnanců a ke zlepšení mnoha dalších interních procesů, např. dnes značně omezené kontroly nad produkty nabízenými prodejci třetích stran. Možnosti umělé inteligence budou moci být využity i při prodeji, marketingu nebo i v dalších oblastech.

Důležitým faktorem úspěchu je rovněž zákaznická spokojenost a dobré jméno značky, o což Amazon dlouhodobě usiluje. Aby se mu to dařilo i nadále, je v jeho zájmu věnovat se nejen tradičním oblastem, ale také aktivitám souvisejících se stále významnější společenskou odpovědností firem (CSR) či trendem udržitelného investování (ESG). Příkladem takového úsilí může být jeho závazek nulových emisí oxidu uhličitého do roku 2040 či maximální využívání obnovitelných zdrojů (Amazon 2023).

Přesně odhadnout dlouhodobý vývoj u tak komplexní společnosti jako je Amazon je zvláště v dnešní době plně změn velmi obtížné. Přesto je pravděpodobné, že Amazon bude minimálně na americkém a evropském trhu těžit ze svého významného postavení, prozákaznického přístupu a technologického zaměření. Jako účinný se ukazuje rovněž jeho obchodní model a podpora prodejců třetích stran. Dále by měl naplno využívat nových technologií, trvalého zvýšení zákaznické poptávky v e-commerce a v dlouhodobém horizontu by mohla jeho růst opět podpořit příznivější hospodářská situace. Zaměřit se ale musí na personální politiku i hrozbu zejména asijské konkurence a měl by zvážit, do jakých oblastí chce dále pronikat, neboť ne vždy musí být diverzifikace činností dobrou volbou. Vzhledem ke své velikosti musí rovněž počítat s vládními regulacemi, které mohou omezit jeho dominantní postavení, nebo se zaváděním dodatečných daní.

5.5 Hodnota společnosti a formulace investičního doporučení

Pro velký rozptyl výsledků metody srovnatelných podniků (multiples) je finální hodnota společnosti Amazon.com, Inc. **na úrovni výsledné hodnoty vlastního kapitálu** stanovena na základě modelu DCF entity a její výše činí k 5. 4. 2023 dle subjektivního odhadu **1 057 647 000 000 USD**, což odpovídá vnitřní hodnotě akcie **103,80 USD** a 3% upside vůči

tržní ceně 101,10 USD. Hodnota brutto byla odhadnuta na 1 127 739 mil. USD, hodnota netto na 987 621 mil. USD (tabulka č. 34).

Z grafu č. 7 je patrné, že po skokovém nárůstu ceny v první polovině roku 2020, tedy po zavedení lockdownů a dalších protiepidemiologických opatření, došlo ve 2. čtvrtletí roku 2022 ke značnému propadu a aktuálně se cena pohybuje okolo psychologické hranice 100 USD, což téměř odpovídá předkrizovým hodnotám. Na základě jednoduché technické analýzy nelze zcela vyloučit ani opětovný pokles k 80–90 USD za akcii, kde by se mohla nacházet i silnější S/R úroveň, tedy oblast s větší pravděpodobností změny trendu. Na úroveň kolem 80 USD se cena dostala i po propadu v druhé polovině roku 2018, kdy byly zveřejněny neuspokojivé výsledky za 3. čtvrtletí se slabým výhledem pro nadcházející vánoční sezónu. Poté byl ale až na drobné výkyvy nastolen opět býčí trend, jenž se udržel až do závěru roku 2020, kdy jej nahradila konsolidace, tedy pohyb trhu do strany. Ta trvala až do začátku loňského roku a postupně přešla v medvědí trend.



Graf 7: Vývoj ceny akcie, zdroj: Google Finance (14. 4. 2023)

Na otázku, zdali již cena dosáhla svého aktuálního dna tak není snadné odpovědět, neboť riziko dalšího poklesu ceny ke zmíněné úrovni 80–90 USD je, i vzhledem k výsledkům relativního ocenění, stále pravděpodobné. Na druhou stranu mohlo být této úrovni již dosaženo 30. 12. 2022, kdy se cena akcie pohybovala kolem 84 USD. Nyní již sice může jít o začátek nového býčího trendu, stejně tak se ale ještě cena může navrátit ke zmíněným nižším hodnotám.

Na základě rozboru tohoto cenového vývoje, provedených analýz a zejména výsledků metody DCF entity, která v sobě zahrnuje předpoklady budoucího růstu tržeb a ziskovosti, je pro potenciální investory vydáno investiční doporučení HOLD (držet), a to i

vzhledem k nízkému rozdílu vnitřní hodnoty akcie (103,80 USD) a tržní ceny ke dni ocenění (101,10 USD). Pokud tedy investoři v současné době akcie společnosti Amazon vlastní, neměli by je prodávat, a naopak pokud akcie ve svém portfoliu ještě nemají, měli by s jejich nákupem vyčkat a sledovat aktuální situaci na trhu i nadcházející čtvrtletní výsledky.

V případě, že společnost začne vykazovat vyšší ziskové marže, lze předpokládat, že její hodnota poroste a bude vhodné přeformulovat doporučení na BUY (koupit). Toto doporučení by mohlo podpořit i možné zlepšení makroekonomické situace, a to zejména v případě, pokud začne klesat míra inflace a bude docházet k růstu HDP beze strachu z možné recese. Lepší ekonomické podmínky by skrze nižší úrokové sazby umožnili levnější financování a zároveň by podpořily spotřebitelskou poptávku, jakožto i celkovou chuť investorů nakupovat akcie. Nákupní signál by také bylo vhodné vydat v případě, kdy by se cena akcie Amazonu obchovala ve zmíněné hranici 80–90 USD.

Naopak vzhledem ke značnému výprodeji akcií v roce 2022 se neočekává natolik výrazné snížení ceny, aby bylo vhodné vydat SELL (prodat) doporučení a nenasvědčují tomu ani závěry strategické a finanční analýzy. Amazon je i přes některé své problémy perspektivní společností, která přes veškerá rizika usiluje o dlouhodobý růst, konkurenceschopnost a globální úspěšnost. Rovněž se nepředpokládá, že by se hospodářská situace v následujících měsících zhoršila v blízké době natolik, aby prodejní signál podpořila. I z historického vývoje ceny akcií je až na některé etapy patrný převažující rostoucí trend a v případě cenové korekce se naopak doporučuje akcie přikoupit.

Výsledné investiční doporučení pro potenciální investory je tak z výše uvedených důvodů stanoveno na **HOLD** a aktuálně se doporučuje vyčkat na další čtvrtletní výsledky, vývoj světového hospodářství a další pohyb tržní ceny. Na závěr je třeba dodat, že investiční horizont potenciálního investora by měl být v případě společnosti Amazon.com, Inc. určitě dlouhodobý a nemělo by se jednat pouze o krátkodobou spekulaci.

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti Amazon.com, Inc. pomocí vybraných valuačních metod. Tento cíl byl naplněn prostřednictvím modelu DCF entity, jenž byl zkonstruován v projektové části práce na základě informací a poznatků získaných jak z literární rešerše, tak i z na ni navazujících analýz. V jednotlivých částech práce byly splněny i další dílčí cíle. Důvodem volby této společnosti byla osobní víceletá zkušenost autora práce, coby jednoho z externích prodejců, kteří na této platformě působí.

V analytické části byla po představení společnosti provedena strategická a finanční analýza, mezi jejíž klíčová zjištění patří zaměření společnosti na dlouhodobou úspěšnost, vysoké kapitálové investice a preference rychlého globálního růstu před aktuální ziskovostí. Významnou součástí společnosti je kromě internetového obchodu i cloudová platforma AWS a pro společnost jsou, z hlediska tržeb i rozšíření produktové nabídky, důležití rovněž prodejci třetích stran, kteří v rámci Amazonu působí. Stejně jako pro další podniky v odvětví je i pro Amazon typický negativní peněžní cyklus a nízké úrovně ukazatelů likvidity. I přes nízkou rentabilitu a vyšší zadluženost byla společnost ohodnocena jako finančně zdravá, čímž byl splněn předpoklad *going concern* a bylo možné provést její ocenění.

Za hlavní metodu valuace byl z důvodu zaměření na budoucnost zvolen model DCF entity, který vyčíslil výslednou hodnotu společnosti na 1 054 647 mil. USD, což odpovídá vnitřní hodnotě akcie 103,80 USD a 3% upside vůči tržní ceně k datu ocenění. Sestavení modelu vycházelo jednak z finančního plánu pro následujících 5 let, na základě kterého byly vypočítány volné peněžní toky, a jednak z kalkulace vážených průměrných nákladů kapitálu.

Na základě historického i očekávaného vývoje společnosti, aktuální makroekonomické situace a vnitřní hodnoty akcie z modelu DCF bylo pro potenciální investory vydáno doporučení HOLD. Toto rozhodnutí bylo podpořeno i doplňkovou metodou srovnatelných podniků (multiples), která i přes své limity způsobené obtížným stanovením adekvátní peer skupiny, poukazovala na rozdíl od metody DCF na relativní nadhodnocení společnosti.

Limitaci práce lze spatřovat zejména v komplexní struktuře společnosti, která kromě převažujícího sektoru e-commerce zahrnuje mnoho dalších oblastí od cloudové platformy AWS až po reklamní, streamovací a další předplatitelské služby. Významná část tržeb rovněž pochází z poplatků za služby externím prodejcům. Další práce na toto téma by se tak mohly na jednotlivé segmenty zaměřit detailněji, což by bylo ale podmíněno i získáním interních informací neobsažených ve veřejně dostupných výročních zprávách.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ A LITERATURY

Monografie, odborné články a další literatura

BERZKALNE, Irina a Elvira ZELGALVE, 2014. Intellectual capital and company value. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* [online]. **110**, 887–896. ISSN 1877-0428. Dostupné z: doi: doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.934

BHATTI, Anam, Hamza AKRAM, Muhammad BASIT, Ahmed KHAN, Syeda MAHWISH, et al., 2020. E-commerce trends during COVID-19 Pandemic. *International Journal of Future Generation Communication and Networking*. **13**(2), 1449–1452. ISSN 2233-7857.

ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy, 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8.

DAMODARAN, Aswath, 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Third Edition. Hoboken: Wiley, 874 s. ISBN 978-1-118-01152-2.

DVOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK, 2012. *Podnik a jeho okolí. Jak přežít v konkurenčním prostředí?* Praha: C. H. Beck. Beckova edice ekonomie, 171 s. ISBN 978-80-7400-224-3.

FERNANDEZ, Pablo, 2019. *Company Valuation Methods* [online]. 2019. Rochester, NY: SSRN. [vid. 2023-01-04]. Dostupné z: doi:10.2139/ssrn.274973

FITZROY, Peter, James M. HULBERT a Abby GHOBADIAN, 2012. *Strategic Management: The challenge of creating value*. Second Edition. Abingdon: Routledge, 666 s. ISBN 978-0-415-56763-3.

GLADIŠ, Daniel, 2021. *Akciové investice*. 2., rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční trhy a instituce. 216 s, ISBN 978-80-271-3122-8.

GRANT, Robert M., 2010. *Contemporary Strategy Analysis*. Seventh edition. Chichester: John Wiley & Sons, 499 s. ISBN 978-0-470-74710-0.

HANZELKOVÁ, Alena, Miloslav KEŘKOVSKÝ a Oldřich VYKYPĚL, 2017. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 3. přepracované vydání. Praha: C. H. Beck. C.H. Beck pro praxi, 232 s. ISBN 978-80-7400-637-1.

HITCHNER, James R., 2017. *Financial Valuation: Applications and Models*. Fourth Edition. Hoboken: Wiley, 1296 s. ISBN 978-1-119-28660-8.

KARAS, Michal a Mária REŽŇÁKOVÁ, 2011. Rizika prognózy tržeb na základě historických dat a jejich důsledky pro vypočtenou hodnotu podniku. *Trends Economics and Management*. **5**(9), 9–23.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck. C. H. Beck pro praxi, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Karel REMEŠ a Karel ŠTEKER, 2017. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 232 s. ISBN 978-80-271-0563-2.
- KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2020. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th Edition. Hoboken: Wiley, s. 896. ISBN 978-1-119-61088-5.
- MARSHALL, Alfred, 1890. Principles of Economics, 8th edn (1920). London, Mcmillan.
- MAŘÍK, Miloš, Karel ČADA, David DUŠEK, Pavla MAŘÍKOVÁ, Barbora RÝDLOVÁ a Josef RAJDL, 2018a. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s. 551. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MAŘÍK, Miloš, Pavla MAŘÍKOVÁ, Tomáš BUUS a Barbora RÝDLOVÁ, 2018b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, s. 548. ISBN 978-80-87865-42-2.
- MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND, 2023. *World Economic Outlook Update: Inflation Peaking amid Low Growth*. January 2023. Washington: International Monetary Fund. ISBN 979-8-40023-224-4.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, s. 205. ISBN 978-80-247-3158-2.
- ONYUSHEVA, Irina a Tanatthon SEENALASATAPORN, 2018. Strategic Analysis of GLOBAL E-commerce and Diversification Technology: The Case of Amazon.com Inc. *The EUrASEANs: journal on global socio-economic dynamics* [online]. (1(8)), 48–63. ISSN 2539-5645. Dostupné z: doi:10.35678/2539-5645.1(8).2018.48-63
- PALEPU, Krishna G., Paul M. HEALY a Erik PEEK, 2016. *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. 4th Edition. Andover: Cengage Learning EMEA, s. 655. ISBN 978-1-4737-2265-1.
- PINTO, Jerald E., 2007. *Equity Asset Valuation*. Second Edition. Hoboken: Wiley, s. 310. ISBN 978-0-470-05282-2.
- PINTO, Jerald E., 2015. *Equity Asset Valuation*. Third Edition. Hoboken: Wiley, s. 595. ISBN 978-1-119-10462-9.
- PINTO, Jerald E., 2020. *Equity Asset Valuation*. Fourth Edition. Hoboken: Wiley, 720 s. ISBN 978-1-119-62819-4.
- REJNUŠ, Oldřich, 2014. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing. Profesionál, 768 s. ISBN 978-80-247-3671-6.
- ROBINSON, Thomas R., Elaine HENRY a Michael A. BROIHAN, 2020. *International Financial Statement Analysis*. Fourth Edition. Hoboken: Wiley, s. 1008. ISBN 978-1-119-62805-7.

RŮČKOVÁ, Petra, 2021. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení, s. 168 ISBN 978-80-271-3124-2.

SADQ, Zana Majed, Hawre Nuraddin SABIR a Vian Sulaiman Hama SAEED, 2018. Analyzing the Amazon Success Strategies. *Journal of Process Management and New Technologies*. 6(4), 65–70.

STROUHAL, Jiří, Dana DVORÁKOVÁ, Michal KOLÁŘ, Roman SKLENÁR, Luboš SMRČKA a Ladislav TYLL, 2013. *Oceňování v účetnictví*. Praha: Wolters Kluwer, s. 420. ISBN 978-80-7478-366-1.

SUKRIANINGRUM, Denisa Rizky a Gusganda Suria MANDA, 2020. The Effect of Systematic Risk and Unsystematic Risk on Expected Return of Optimal Portfolio. *SAR (Soedirman Accounting Review): Journal of Accounting and Business* [online]. 5(2), 181–195. ISSN 2598-0718. Dostupné z: doi:10.20884/1.sar.2020.5.2.3772

TEGOVA, 2020. *European Business Valuation Standards*. First edition. Brussels: TEGOVA. ISBN 978-90-819060-4-3.

THØGERSEN, John, 2021. Consumer behavior and climate change: consumers need considerable assistance. *Current Opinion in Behavioral Sciences* [online]. 42, Human Response to Climate Change: From Neurons to Collective Action, 9–14. ISSN 2352-1546. Dostupné z: doi:10.1016/j.cobeha.2021.02.008

THOMPSON, John, Jonathan M. SCOTT a Frank MARTIN, 2020. *Strategic Management: Awareness and Change*. Ninth Edition. Andover: Cengage Learning EMEA, s. 692. ISBN 978-1-4737-6742-3.

VOCHOZKA, Marek, 2020. *Metody komplexního hodnocení podniku: 2. aktualizované vydání*. Druhé vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení, s. 480. ISBN 978-80-271-1701-7.

VOCHOZKA, Marek, Hana EZROVÁ, Tomáš KAFKA, Petr MULAČ, Věra MULAČOVÁ, et al., 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení, s. 576. ISBN 978-80-247-4372-1.

WAHLEN, James M., Stephen P. BAGINSKI a Mark BRADSHAW, 2018. *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective*. 9th Edition. Boston: Cengage Learning, s. 1058. ISBN 978-1-337-61468-9.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 3. 2. 2012. ISSN 1211-1244.

ZAPLETAL, Bc Dominik, 2022. *Vliv systematického rizika na tržní hodnotu vybraných akciových titulů*. Zlín. Univerzita Tomáše Bati.

Elektronické zdroje, webové stránky:

AMAZON, 2021. *Amazon Annual Report 2021* [online]. Seattle: Amazon. Dostupné z: <https://ir.aboutamazon.com/annual-reports-proxies-and-shareholder-letters/default.aspx>

AMAZON, 2023. Our Planet. *US About Amazon* [online] [vid. 2023-04-19]. Dostupné z: <https://www.aboutamazon.com/planet>

ARMSTRONG, Martin, 2022. The World's Biggest Employers. *Statista* [online] [vid. 2023-01-28]. Dostupné z: <https://www.statista.com/chart/3585/the-worlds-biggest-employers/>

COMPANIESMARKETCAP.COM, 2023. *Largest e-commerce companies by market cap* [online] [vid. 2023-02-02]. Dostupné z: <https://companiesmarketcap.com/e-commerce/largest-e-commerce-companies-by-market-cap/>

COPORATE FINANCE INSTITUTE, 2022. Forecasting Balance Sheet Items in a Financial Model. *Corporate Finance Institute* [online] [vid. 2023-04-14]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/forecasting-balance-sheet-items-financial-model/>

COPORATE FINANCE INSTITUTE, 2023. Terminal Growth Rate. *Corporate Finance Institute* [online] [vid. 2023-04-11]. Dostupné z: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-terminal-growth-rate/>

COPPOLA, Daniela, 2022a. Amazon: third-party seller share 2022. *Statista* [online] [vid. 2023-02-02]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/259782/third-party-seller-share-of-amazon-platform/>

COPPOLA, Daniela, 2022b. E-commerce as percentage of total retail sales worldwide from 2015 to 2026. *Statista* [online] [vid. 2023-04-18]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/534123/e-commerce-share-of-retail-sales-worldwide/>

ČTK, 2022. Amazon zásadně změní obchodní pravidla v EU, vyhne se tak vysoké pokutě. *České noviny* [online] [vid. 2023-02-02]. Dostupné z: <https://www.ceskenoviny.cz/zpravy/amazon-zasadne-zmeni-obchodni-pravidla-v-eu-vyhne-se-tak-vysoke-pokute/2301371>

DAMODARAN, Aswath, 2011. *An Introduction to Valuation* [online]. Dostupné z: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/ValIntro.pdf>

DAMODARAN, Aswath, 2017. *Valuation: Lecture Note – Intrinsic Valuation* [online]. Dostupné z: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/podcasts/valUGspr17/session21.pdf>

DAMODARAN, Aswath, 2023. *Damodaran On-line* [online] [vid. 2023-04-16]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm

DEBTER, Lauren, 2019. Amazon Surpasses Walmart As The World's Largest Retailer. *Forbes* [online] [vid. 2023-01-14]. Dostupné z: <https://1url.cz/1r8YM>

EUROSKOP, 2021. Amazon dostal v EU pokutu za slabou ochranu osobních údajů. *Euroskop* [online] [vid. 2023-02-02]. Dostupné z: <https://euroskop.cz/2021/08/02/amazon-dostal-v-eu-pokutu-za-slabou-ochranu-osobnich-udaju/>

EY, 2022. US companies are dominating stock exchanges globally – Three Swiss companies among the world's 100 most valuable firms. *EY* [online] [vid. 2023-01-14]. Dostupné z: https://www.ey.com/en_ch/news/2022-press-releases/12/us-companies-are-dominating-stock-exchanges-globally

- FARIA, Julia, 2022. Most valuable brands worldwide in 2022. *Statista* [online] [vid. 2023-01-25]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/264875/brand-value-of-the-25-most-valuable-brands/>
- FREEDMAN, Max, 2023. The Largest E-Commerce Markets in the World. *business.com* [online] [vid. 2023-01-14]. Dostupné z: <https://www.business.com/articles/10-of-the-largest-ecommerce-markets-in-the-world-b/>
- GREENSPAN, Roberta, 2019. Amazon.com Inc. PESTEL/PESTLE Analysis, Recommendations. *Panmore Institute* [online] [vid. 2023-01-13]. Dostupné z: <https://panmore.com/amazon-com-inc-pestel-pestle-analysis-recommendations>
- HAYES, Adam, 2021. What Is Enterprise Value-to-Sales (EV/Sales)? How to Calculate. *Investopedia* [online] [vid. 2023-04-19]. Dostupné z: <https://1url.cz/hr8YK>
- HAYES, Adam, 2022. Cash Conversion Cycle (CCC): What Is It, and How Is It Calculated? *Investopedia* [online] [vid. 2023-03-09]. Dostupné z: <https://1url.cz/lr8Yr>
- HJORTH, Anders, 2022. Amazon Market Watch: The Top 10 Amazon Markets. *Innovell – Digital Marketing Insights* [online] [vid. 2023-01-14]. Dostupné z: <https://www.innovell.com/amazon-market-watch-the-top-10-amazon-markets/>
- KENTON, Will, 2022. Price Multiple: Definition, Common Types, and Formula. *Investopedia* [online] [vid. 2023-04-14]. Dostupné z: <https://1url.cz/hr8Yu>
- MALIK, Aisha, 2023. Amazon to close eight Amazon Go stores in Seattle, San Francisco and New York. *TechCrunch* [online] [vid. 2023-04-17]. Dostupné z: <https://techcrunch.com/2023/03/07/amazon-to-close-eight-amazon-go-stores-in-seattle-san-francisco-and-new-york/>
- MARKETSCREENER, 2023. *Amazon.com, Inc.: Financial Data Forecasts Estimates and Expectations* [online] [vid. 2023-04-19]. Dostupné z: <https://1url.cz/fr8Ye>
- MINISTERSTVI FINANČÍ USA, 2023. Daily Treasury Par Yield Curve Rates. *U.S. Department of the Treasury* [online] [vid. 2023-04-08]. Dostupné z: <https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView>
- NASDAQ, 2021. *Which Companies Spend the Most in Research and Development (R&D)?* [online] [vid. 2023-01-25]. Dostupné z: <https://www.nasdaq.com/articles/which-companies-spend-the-most-in-research-and-development-rd-2021-06-21>
- O'NEILL, Aaron, 2023. Gross domestic product (GDP) of the United States at current prices from 1987 to 2027 (in billion U.S. dollars). *Statista* [online] [vid. 2023-04-18]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/263591/gross-domestic-product-gdp-of-the-united-states/>
- PALMER, Annie, 2023. Amazon launches \$1 billion fund to invest in warehouse technologies. *CNBC* [online] [vid. 2023-01-18]. Dostupné z: <https://1url.cz/lr8YQ>
- PASQUALI, Marina, 2022. Total retail e-commerce revenue worldwide in 2023, by region. *Statista* [online] [vid. 2023-04-18]. Dostupné z: <https://1url.cz/Or8Y1>

PRATAP, Abhijeet, 2017. Amazon Pestel Analysis. *Notemastic* [online] [vid. 2023-01-17]. Dostupné z: <https://www.notesmatic.com/amazon-pestel-analysis/>

STATISTA, 2022. Average market risk premium in the U.S. 2011-2022. *Statista* [online] [vid. 2023-03-22]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/664840/average-market-risk-premium-usa/>

TORKINGTON, Simon, 2021. The pandemic has changed global consumer behaviour forever – and online shopping looks set to stay. *World Economic Forum* [online] [vid. 2023-01-14]. Dostupné z: <https://www.weforum.org/agenda/2021/07/global-consumer-behaviour-trends-online-shopping/>

WEISE, Karen, 2023. Amazon Plans to Lay Off Another 9,000 Employees. *The New York Times* [online]. [vid. 2023-04-17]. ISSN 0362-4331. Dostupné z: <https://www.nytimes.com/2023/03/20/technology/amazon-layoffs.html>

WIGGERS, Kyle, 2023. With Bedrock, Amazon enters the generative AI race. *TechCrunch* [online]. [vid. 2023-04-17]. Dostupné z: <https://techcrunch.com/2023/04/13/with-bedrock-amazon-enters-the-generative-ai-race/>

YAHOO FINANCE, 2023. *Amazon.com, Inc. (AMZN) Analyst Ratings, Estimates & Forecasts* [online] [vid. 2023-04-19]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/quote/AMZN>

Výroční zprávy 2018–2022(2023): Amazon, eBay, Walmart, Target, Alibaba Group, JD

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
AWS	Amazon Web Services
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CapEx	Capital Expenditures
CF	Cash-flow, volné peněžní toky
CK	Cizí kapitál
CSR	Corporate Social Responsibility
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Discounted Cash Flow
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ESG	Environmental, Social, and Governance
EUR	Euro
EVA	Economic Value Added
EV/S	Enterprise Value to Sales
FCFF	Free Cash Flow to the Firm
FCFE	Free Cash Flow to Equity
HDP	Hrubý domácí produkt
K	Celkový kapitál
MGM	Metro-Goldwyn-Mayer
MMF	Mezinárodní měnový fond

NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
IVCS	International Valuation Standards Council
P/BV	Price to Book Value Ratio
P/E	Price to Earnings
PESTE	Political, Economical, Social, Technological, Environmental
P/S	Price to Sales
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROS	Return on Sales
S/R	Support/Resistance
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
TEGOVA	The European Group of Valuers' Associations
VK	Vlastní kapitál
USD	Americký dolar
VH	Výsledek hospodaření
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Weighted Average Cost of Capital

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Podíl e-commerce na globálních maloobchodních tržbách (2015–2021) vč. budoucí prognózy (2022–2026), zdroj: Coppola (2022b)	39
Graf 2: Rozdělení globálních e-commerce tržeb dle kontinentu, zdroj: Pasquali (2022) ..	39
Graf 3: Tržby dle segmentů (2021), zdroj: vl. zpracování dle Amazon (2021, s. 23).....	41
Graf 4: Detailní rozdělení tržeb (2021), zdroj: vl. zpracování dle Amazon (2021, s. 65)..	42
Graf 5: Porterova analýza pěti sil, zdroj: vlastní zpracování	48
Graf 6: Čisté tržby včetně predikce, zdroj: vlastní zpracování.....	72
Graf 7: Vývoj ceny akcie, zdroj: Google Finance (14. 4. 2023)	87

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: SWOT analýza, zdroj: vlastní zpracování.....	51
Tabulka 2: Horizontální analýza aktiv (2018–2022), zdroj: vlastní zpracování.....	53
Tabulka 3: Horizontální analýza pasiv (2018–2022), zdroj: vlastní zpracování.....	54
Tabulka 4: Horizontální analýza VZZ (2018–2022), zdroj: vlastní zpracování.....	56
Tabulka 5: Čistý pracovní kapitál, zdroj: vlastní zpracování.....	57
Tabulka 6: Peněžní cyklus, zdroj: vlastní zpracování.....	58
Tabulka 7: Běžná likvidita (L3), zdroj: vlastní zpracování.....	59
Tabulka 8: Pohotová likvidita (L2), zdroj: vlastní zpracování.....	59
Tabulka 9: Hotovostní likvidita (L1), zdroj: vlastní zpracování.....	60
Tabulka 10: Rentabilita vlastního kapitálu (ROE), zdroj: vlastní zpracování.....	61
Tabulka 11: Rentabilita aktiv (ROA), zdroj: vlastní zpracování.....	61
Tabulka 12: Rentabilita tržeb (ROS), zdroj: vlastní zpracování.....	62
Tabulka 13: Celková zadluženost, zdroj: vlastní zpracování.....	62
Tabulka 14: Míra zadluženosti, zdroj: vlastní zpracování.....	63
Tabulka 15: Úrokové krytí, zdroj: vlastní zpracování.....	63
Tabulka 16: Obrat aktiv, zdroj: vlastní zpracování.....	64
Tabulka 17: Doba obratu zásob, zdroj: vlastní zpracování.....	65
Tabulka 18: Doba splatnosti pohledávek, zdroj: vlastní zpracování.....	65
Tabulka 19: Doba splatnosti závazků, zdroj: vlastní zpracování.....	66
Tabulka 20: P/E ratio, zdroj: vlastní zpracování.....	67
Tabulka 21: P/BV ratio, zdroj: vlastní zpracování.....	67
Tabulka 22: Altmanův model, zdroj: vlastní zpracování.....	68
Tabulka 23: Predikce tržeb, zdroj: vl. zpracování dle O'Neill (2023), Yahoo Finance (2023) a Marketscreener (2023).....	71
Tabulka 24: Predikce VZZ (2023–2027), zdroj: vlastní zpracování.....	74
Tabulka 25: Predikce aktiv (2023–2027), zdroj: vlastní zpracování.....	75
Tabulka 26: Predikce aktiv (2023–2027), zdroj: vlastní zpracování.....	77
Tabulka 27: Kapitálové investice (CapEx), zdroj: vlastní zpracování.....	78
Tabulka 28: Odhad volných peněžních toků (FCFF), zdroj: vlastní zpracování.....	78
Tabulka 29: Náklady na CK, zdroj: vlastní zpracování.....	79
Tabulka 30: Náklady na VK, zdroj: vlastní zpracování.....	80
Tabulka 31: Výpočet WACC, zdroj: vlastní zpracování.....	80
Tabulka 32: Výpočet hodnoty společnosti – 1. fáze, zdroj: vlastní zpracování.....	80
Tabulka 33: Výpočet pokračující hodnoty – 2. fáze, zdroj: vlastní zpracování.....	81

Tabulka 34: Stanovení výsledné hodnoty podniku a vnitřní hodnoty akcie, zdroj: vlastní zpracování.....	81
Tabulka 35: P/S pro peer skupinu a odvětví, zdroj: vlastní zpracování.....	83
Tabulka 36: EV/S pro peer skupinu a odvětví, zdroj: vlastní zpracování.....	83
Tabulka 37: Vnitřní hodnota akcie podle metody multiples, zdroj: vlastní zpracování	84

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Amazon – rozvaha (2018–2022)

Příloha P II: Amazon – výkaz zisku a ztráty (2018–2022)

Příloha P III: Výpočet koeficientu beta

Příloha P IV: Prognóza tržeb

PŘÍLOHA P I: AMAZON – ROZVAHA (2018–2022)

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	162 648	225 248	321 195	420 549	462 675
STÁLÁ AKTIVA	81 972	117 360	173 687	240 256	281 330
DHM	61 797	72 705	113 114	160 281	186 715
– Pozemky a budovy	31 741	39 223	57 324	81 104	91 650
– Vybavení a stroje	54 591	71 310	97 224	128 683	157 458
– Probíhající výstavba	6 861	6 036	15 228	24 895	30 020
– Ostatní DHM	2 577	3 111	3 772	4 118	4 602
– Oprávky	-33 973	-46 975	-60 434	-78 519	-97 015
Operativní leasing	-	25 141	37 553	56 082	66 123
DNM	18 658	18 803	19 998	20 478	26 385
– Goodwill	14 548	14 754	15 017	15 371	20 288
– Nehmotná aktiva	4 110	4 049	4 981	5 107	6 097
DFM	1 517	711	3 022	3 415	2 107
OBĚŽNÁ AKTIVA	75 101	96 334	132 733	161 580	146 791
– Peněžní prostředky	31 750	36 092	42 122	36 220	53 888
– Obchodovatelné CP	9 500	18 929	42 274	59 829	16 138
– Zásoby	17 174	20 497	23 795	32 640	34 405
– Pohledávky	16 677	20 816	24 542	32 891	42 360
OSTATNÍ AKTIVA	5 575	11 554	14 775	187 13	34 554

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	162 648	225 248	321 195	420 549	462 675
VLASTNÍ KAPITÁL	43 549	62 060	93 404	138 245	146 043
– Kmenové akcie	5	5	5	5	108
– Vlastní akcie (Treasury Stock)	-1 837	-1 837	-1 837	-1 837	-7 837
– Dodatečný splacený kapitál	26 791	33 658	42 865	55 538	75 066
– Akumulovaný ostatní VH	-1 035	-986	-180	-1 376	-4 487
– Nerozdělený zisk minulých let	9 552	19 632	31 220	52 551	85 915
– VH běžného období	10 073	11 588	21 331	33 364	-2 722
CIZÍ ZDROJE	119 099	163 188	227 791	282 304	316 632
Krátkodobé závazky	68 391	87 812	126 385	142 266	155 393
– Závazky vůči dodavatelům	38 192	47 183	72 539	78 664	79 600
– Výdaje příštích období a ostatní	23 663	32 439	44 138	51 775	62 566
– Výnosy příštích období	6 536	8 190	9 708	11 827	13 227
Dlouhodobé závazky	50 708	75 376	101 406	140 038	161 239
– Dlouhodobé závazky z leasingu	9 650	39 791	52 573	67 651	72 968
– Dlouhodobý dluh	23 495	23 414	31 816	48 744	67 150
– Ostatní dlouhodobé závazky	17 563	12 171	17 017	23 643	21 121

PŘÍLOHA P II: AMAZON – VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (2018–2022)

<i>k 31. 12. v mil. USD</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	232 887	280 522	386 064	469 822	513 983
<i>Náklady na zboží a služby</i>	<i>139 156</i>	<i>165 536</i>	<i>233 307</i>	<i>272 344</i>	<i>288 831</i>
Hrubý zisk	93 731	114 986	152 757	197 478	225 152
<i>Náklady fulfillmentu</i>	<i>34 027</i>	<i>40 232</i>	<i>58 517</i>	<i>75 111</i>	<i>84 299</i>
<i>Náklady na výzkum a vývoj</i>	<i>28 837</i>	<i>35 931</i>	<i>42 740</i>	<i>56 052</i>	<i>73 213</i>
<i>Marketingové a odbytové náklady</i>	<i>13 814</i>	<i>18 878</i>	<i>22 008</i>	<i>32 551</i>	<i>42 238</i>
<i>Administrativní náklady</i>	<i>4 336</i>	<i>5 203</i>	<i>6 668</i>	<i>8 823</i>	<i>11 891</i>
<i>Ost. provozní náklady (+) / výnosy (-)</i>	<i>296</i>	<i>201</i>	<i>-75</i>	<i>62</i>	<i>1 263</i>
Celkové provozní náklady	81 310	100 445	129 858	172 599	212 904
Provozní výsledek hospodaření	12 421	14 541	22 899	24 879	12 248
<i>Úrokové výnosy</i>	<i>-440</i>	<i>-832</i>	<i>-555</i>	<i>-448</i>	<i>-989</i>
<i>Úrokové náklady</i>	<i>1 417</i>	<i>1 600</i>	<i>1 647</i>	<i>1 809</i>	<i>2 367</i>
<i>Ostatní náklady (+) / výnosy (-)</i>	<i>183</i>	<i>-203</i>	<i>-2 371</i>	<i>-14 633</i>	<i>16 806</i>
Zisk před zdaněním	11 261	13 976	24 178	38 151	-5 936
<i>Rezervy na daň z příjmů</i>	<i>1 197</i>	<i>2 374</i>	<i>2 863</i>	<i>4 791</i>	<i>-3 217</i>
<i>Ostatní čistý zisk (-) / ztráta (+)</i>	<i>-9</i>	<i>14</i>	<i>-16</i>	<i>-4</i>	<i>3</i>
Čistý zisk	10 073	11 588	21 331	33 364	-2722

PŘÍLOHA P III: PREDIKCE TRŽEB

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,947146955
Hodnota spolehlivosti R	0,897087354
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,886796089
Chyba stř. hodnoty	47422,24962
Pozorování	12

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	1,96034E+11	1,96034E+11	87,169788	2,97136E-06
Rezidua	10	22488697593	2248869759		
Celkem	11	2,18522E+11			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>
Hranice	-799489,2962	105241,5176	-7,596710067	1,8469E-05	-1033982,01	-564996,582
US GDP	0,052199499	0,005590921	9,336476209	2,97136E-06	0,039742151	0,064656847

PŘÍLOHA P IV: VÝPOČET KOEFICIENTU BETA

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,679593172
Hodnota spolehlivosti R	0,461846879
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,452405596
Chyba stř. hodnoty	0,073511487
Pozorování	59

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	0,264348847	0,264348847	48,91780995	3,25434E-09
Rezidua	57	0,308024507	0,005403939		
Celkem	58	0,572373354			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>
b0	-0,001360402	0,009678842	-0,140554185	0,888717672	-0,020741948	0,018021
b1 (beta)	1,2458303104	0,17812521	6,994126819	3,25434E-09	0,889140729	1,60252