



# **BAKALÁŘSKÁ PRÁCE**

Výnosnost firem

Profitability of Companies

## **STUDIJNÍ PROGRAM**

Ekonomika a management

## **STUDIJNÍ OBOR**

Řízení a ekonomika průmyslového podniku

## **VEDOUcí PRÁCE**

Ing. Petr Makovský, Ph.D.

ERLICH

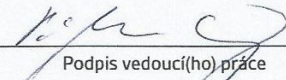
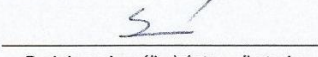
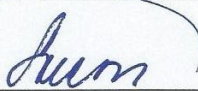
DANIEL

**2018**

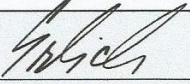
## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	<u>Erlich</u>	Jméno:	<u>Daniel</u>	Osobní číslo:	<u>439337</u>
Fakulta/ústav:	<u>Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)</u>				
Zadávací katedra/ústav:	<u>Oddělení ekonomických studií</u>				
Studijní program:	<u>Ekonomika a management</u>				
Studijní obor:	<u>Řízení a ekonomika průmyslového podniku</u>				

## II. ÚDAJE K BAKALÁŘSKÉ PRÁCI

Název bakalářské práce:	<u>Výnosnost firem</u>		
Název bakalářské práce anglicky:	<u>Profitability of Companies</u>		
Pokyny pro vypracování:	<p>CÍL: Cílem práce je nalezení zásadních faktorů, které ovlivňují výnosnost firmy v kontextu současné ekonomické teorie. Cíl práce bude naplněn na základě analýzy jedné konkrétní firmy. Tato analýza bude konfrontována s obecnými teoretickými závěry.</p> <p>PRÍNOS: Výstup práce poslouží firmě jako určitý benchmark (etalon) pro detailní pohled na možnosti výnosnosti a zároveň jako podklady pro potenciální investory.</p> <p>OSNOVA: 1. Úvod; 2. Teoretická část - tržní hodnota firmy, výnosnost firmy, CAPM model, reprodukční náklady, teorie Tobinovo Q; 3. Praktická část - představení společnosti, finanční analýza, analýza rentability a její vývoj; 4. Závěr</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017.</p> <p>BREALEY, R. A., MYERS, S. C., &amp; ALLEN, F. Principles of corporate finance. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011.</p> <p>FOTR, J., ŠVECOVÁ, L. a kol. Manažerské rozhodování. Postupy metody a nástroje. Praha: Ekopress, 2016.</p> <p>WÖHE, G., KISLINGEROVÁ, E. Úvod do podnikového hospodářství. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007.</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) bakalářské práce:	<u>Ing. Petr Makovský, Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, Oddělení ekonomických studií</u>		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) bakalářské práce:			
Datum zadání bakalářské práce:	<u>5.12.2017</u>	Termín odevzdání bakalářské práce:	<u>5.5.2018</u>
Platnost zadání bakalářské práce:	<u>31.8.2019</u>		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>29-03-2018</u>	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

ERLICH, Daniel. *Výnosnost firem*. Praha: ČVUT 2018. Bakalářská práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV  
VYŠŠÍCH STUDIÍ  
ČVUT V PRAZE**

## **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem svou bakalářskou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 17.03.2018

Podpis:

## **Poděkování**

Tímto bych rád poděkoval svému vedoucímu Ing. Petru Makovskému, Ph.D. za jeho cenné rady, odborné vedení, trpělivost a ochotu, kterou mi v průběhu zpracování bakalářské práce věnoval.

Dále bych rád poděkoval společnostem Seznam.cz, a.s. a CHAMR & PARTNERS, s.r.o., za pomoc a poskytnutí potřebných dat a podkladů pro zpracování bakalářské práce.

Mé poděkování patří také rodině za pomoc a podporu během studia.

# Abstrakt

V této práci jsme představili nejen teoretické ale i praktické zázemí výnosnosti firem. Na základě finanční analýzy společnosti Seznam.cz, a.s. byly vyvozeny závěry o výnosnosti firem. Cílem bylo nalezení zásadních faktorů, které ovlivňují výnosnost firem v kontextu současné ekonomické teorie. Výsledek by měl posloužit jako benchmark pro detailní pohled na možnosti výnosnosti a zároveň jako podklady pro potenciální investory.

Práce přináší závěry, které potvrzují abnormální výnosnost firmy Seznam.cz s nadhodnocenými akciami, které vyplývají z teorie Tobinova  $q$ . Ta byla konfrontována s článkem, který říká, že vysoká výnosnost není spojena s vysokou hodnotou Tobinova  $q$ . Proto byla práce na závěr zasazena do kontextu ekonomických vlivů, které mají značný vliv na výnosnost firem. Zde bylo zjištěno, že ekonomické bubliny nafukují hodnotu firem a tím ovlivňují výnosnost společností.

## Klíčová slova

rentabilita, investice, finanční analýza, CAPM, ekonomické bubliny, Tobinovo  $Q$

## Abstract

In this study we presented not only the theoretical and practical background of profitability of companies. Based on the financial analysis of Seznam.cz, Plc. conclusions were drawn regarding the profitability of firms. The aim was to find fundamental factors that influence the profitability of firms in the context of current economic theory. The result should serve as a benchmark for a detailed view of profitability and as a background for potential investors.

The study brings the conclusions that confirm the abnormal profitability of Seznam.cz with overvalued stocks resulting from theory of Tobin's  $q$ . She was confronted with an article that says high profitability is not linked to the high value of Tobin's  $q$ . Consequently, the study was placed in the context of economic influences, which have a considerable influence on the profitability of companies. Here we found that economic bubbles increase the value of companies and thus affect the profitability of companies.

## Key words

profitability, investments, financial analysis, CAPM, economic bubbles, Tobin  $Q$

# Obsah

<b>Úvod</b> .....	<b>5</b>
<b>1 VÝNOSNOST</b> .....	<b>8</b>
1.1 Ukazatele rentability.....	9
1.1.1 Rentabilita aktiv.....	10
1.1.2 Rentabilita vlastního kapitálu.....	10
1.1.3 Rentabilita tržeb.....	11
1.1.4 Rentabilita dlouhodobého vlastního kapitálu.....	11
1.2 Vztahy ukazatelů s rentabilitou.....	11
<b>2 TEORIE INVESTIC</b> .....	<b>12</b>
2.1 Statické hodnocení investic.....	13
2.1.1 Výnosnost investice.....	14
2.2 Diskontní míra.....	14
2.3 Čistá současná hodnota.....	15
2.4 Investiční riziko.....	15
2.5 Tržní hodnota firmy.....	17
2.6 Reprodukční náklady.....	18
<b>3 TOBINOVO Q</b> .....	<b>19</b>
3.1 Teorie Tobinova q.....	19
3.2 Analýza Tobinova Q.....	21
<b>4 FINANČNÍ ANALÝZA</b> .....	<b>28</b>
4.1 Představení společnosti.....	28
4.1.1 Předmět podnikání.....	28
4.1.2 Historie společnosti.....	28
4.1.3 Velikost společnosti.....	29
4.1.4 Popis odvětví.....	30
4.2 Aplikace nástrojů finanční analýzy.....	31
4.2.1 Horizontální a vertikální analýza.....	31
4.2.2 Bilanční pravidla.....	39
4.2.3 Poměrové ukazatele.....	40
4.2.4 Bankrotní modely.....	45



4.3	Výnosnost firmy.....	46
4.3.1	Analýza ukazatelů rentability.....	46
4.3.2	Porovnání ukazatelů rentabilit.....	48
4.3.3	Vztahy ostatních ukazatelů s rentabilitou.....	49
4.3.4	CAPM.....	49
4.3.5	Ekonomicky přidaná hodnota.....	50
<b>5</b>	<b>TOBIN Q .....</b>	<b>51</b>
5.1	Expertní odhad.....	51
5.2	Odborná studie.....	52
5.3	Výpočet hodnoty.....	53
5.4	Odborný článek.....	55
<b>6</b>	<b>MODERNÍ EKONOMICKÉ VLIVY .....</b>	<b>56</b>
6.1	Business angels.....	56
6.2	Technologické bubliny.....	57
	<b>Diskuze .....</b>	<b>59</b>
	<b>Závěr.....</b>	<b>61</b>
	<b>Seznam použité literatury.....</b>	<b>64</b>
	<b>Seznam tabulek.....</b>	<b>66</b>
	<b>Seznam grafů.....</b>	<b>67</b>
	<b>Seznam obrázků .....</b>	<b>68</b>
	<b>Seznam příloh .....</b>	<b>68</b>
	<b>Přílohy.....</b>	<b>69</b>

# Úvod

Výnosnost je schopnost dosahovat zisku na základě všech obchodních aktivit společností. Bez výnosnosti se firmy nemohou rozvíjet a zvyšovat svoji hodnotu. V mé bakalářské práci se budeme věnovat vlivům, které působí na rentabilitu firem. K pochopení, které faktory ovlivňují výnosnost firem v kontextu současné ekonomické teorie, využijeme základní finanční analýzy konkrétní společnosti. Tato analýza bude následně konfrontována s obecnými teoretickými závěry. Cílem je nalezení zásadních faktorů, které poslouží jako určitý benchmark pro detailní pohled na možnosti výnosnosti a zároveň jako podklady pro potenciální investory.

Bakalářská práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část je rozdělena na tři kapitoly. První kapitola se zabývá výnosností, druhá se věnuje teorií investic a zbývající kapitola je zaměřena na Tobinovo  $q$ . V kapitole výnosnosti vysvětlíme základní pojmy, které souvisí s rentabilitou. Budou vypsány rovnice a všechny ukazatele, které ji počítají. Kapitola investiční teorie nás zavede do ekonomické činnosti, na které se podílejí firmy. Vysvětlíme, co stojí za tím, že společnosti investují a proč do budoucna odkládají své zisky. Zároveň zde popíšeme související pojmy jako diskontní míra, investiční riziko, tržní hodnota firmy, reprodukční náklady aj. Po popsání základní teorie investic, přejdeme k Tobinovu  $q$ , jakožto teorii, která se zabývá výnosností firem na základě investic. Bude vysvětlen základní princip této teorie a následně bude zanalyzováno její fungování v praxi. Na čem základní teorie investic závisí a které základní faktory ji ovlivňují.

Pro vypracování bakalářské práce byla vybrána společnost Seznam.cz, a.s., jedna z nejvýnosnějších firem na českém trhu. Ta poslouží k provedení zkrácené finanční analýzy, která bude zaměřena hlavně na výnosnost. Budeme se zabývat obdobím pěti let od roku 2012 do roku 2016. Nejprve představíme společnost a uvedeme ji do kontextu současné ekonomiky. Pozornost finanční analýzy věnujeme horizontální a vertikální analýze a výpočtům poměrových ukazatelů, které porovnáme s ukazateli rentability. Pro rychlé zhodnocení využijeme bilančních pravidel a bankrotních modelů. K celkovému obrazu finanční analýzy je nutné zohlednit i rizikové faktory, proto zde využijeme CAPM model, z jehož hodnot vypočítáme ekonomicky přidanou hodnotu (EVA).

Praktická část bude zaměřena na užití teorie Tobinova  $q$ . Bude zde vypočítán Tobinův koeficient  $q$  v rovnovážném stavu. To znamená, že si budeme muset určit tržní cenu kapitálu a jejich reprodukční náklady. Využijeme expertního odhadu, neboť doposud nemáme dostatek informací a zkušeností k tomu, abychom následující výpočty a odhady provedli sami. K tomu nám pomůže investiční společnost CHAMR & PARTNERS,

s.r.o. pod vedením investora Martina Chamra, který odhad provede. Výsledek koeficientu  $q$  porovnáme s celou dosavadní prací a interpretujeme na finanční situaci podniku Seznam.cz.

Následně se v praktické části budeme věnovat ekonomickým vlivům, působící na výnosnost firem a tím i na Tobinovo  $q$ . Bude se jednat o jedny z moderních vlivů jako jsou "business angels" nebo technologické bubliny. Zasadíme je do kontextu výnosnosti firem a vysvětlíme na nich, proč tomu tak je, a proč ovlivňují výnosnost firem v takové míře. Vyhodnocením závěrů spojených s finanční analýzou se budeme zabývat i v diskuzi, a to jak na základě metod CAPM, Tobinova  $q$  nebo technologických bublin.

V závěru praktické části porovnáme výsledky dosavadního vlastního zkoumání s výsledky finanční analýzy společnosti Seznam.cz. Na výsledcích finanční stránky interpretujeme Tobinovo  $q$ , ekonomické vlivy a východiska pro případná investiční rozhodnutí. Zároveň by výstup práce mohl v budoucnu posloužit jako benchmark pro potenciální investory nebo firmu Seznam.cz samotnou.

Úplný závěr bakalářské práce bude obsahovat shrnutí získaných poznatků, diskuzi a závěrečné zhodnocení. Na konci práce bude uveden seznam použité literatury, tabulek, grafů, příloh a obrázků.

# **TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 VÝNOSNOST

Podnikání je trendem dnešní doby a patří k nejfrekventovanějším ekonomickým kategoriím současnosti. Podnikatel zakládá firemní společnost většinou s jedním základním motivem. Je to snaha o zhodnocení vloženého kapitálu. To z větší části případů představuje dosažení zisku – výnosnosti, jakožto dobře provedená investice s větším výnosem než nákladem. Charakteristickým znakem pro podnikání je vložený kapitál na start up firmy. Může se jednat jak už o vlastní nebo vypůjčený kapitál. V obou případech ale zhodnocuje pouze svůj vlastní kapitál. Jeho výše závisí na rozměru a předmětu podnikání. Není-li však podnik schopen zhodnocovat vložený kapitál (tj. zvyšovat svoji hodnotu), ztrácí podnikání svůj smysl. (Synek & Kislingerová, 2010)

Firma svým jednáním a výrobky uspokojuje zákazníky na trhu, kde se objevuje riziko související s podnikáním. Snahou podnikatele je minimalizovat riziko, a to za pomoci různých strategií, politiky, přizpůsobování se ekonomice nebo dynamice okolního světa. Zásadní význam má pro podnik ekonomické okolí, neboť ovlivňuje ve velké míře rozhodování a chování na trhu. Celková hospodářská situace země se pak odráží na chodu firmy. Jedná se zejména o faktory jako: dostupnost a ceny výrobních faktorů, daňová zátěž, hospodářský růst, měnový a devizový rozvoj. (Synek & Kislingerová, 2010)

Primárním cílem podniku je tedy „vyrábět“ peníze. Původní teorie firmy dříve ale považovala za primární cíl maximalizaci zisku, a to v krátkodobém období, tj. bez působení času a bez vlivu rizika. Mezi základní ukazatele se řadil celkový zisk a časem i ukazatele rentability (výnosnosti), které vychází z účetních hodnot, nepracují s rizikem a jsou tak statistickými veličinami. Rentabilní ukazatele ROE, ROA apod. se ale používají dodnes. V hospodářské praxi se hlavní cíl podniku – **maximalizace zisku** – přeměnil do ukazatele výnosnosti vlastního jmění – ROE. Manažeři by se ale měli ve svém zájmu věnovat raději výši zisku (výnosů, výdělků), které připadají na 1 akcii, než na celkovou hodnotu zisku a zároveň by se vedle toho měli zajímat i o růst bohatství v čase vyjádřené růstem ceny 1 akcie. (Vyskočil, 2005)

Základní pravidlo, které v podnikání platí je, že čím vyšší dluh, respektive čím více cizího kapitálu, tím větší riziko bankrotu a tím vyšší riziko podnikání. Na druhou stranu vyšší riziko přináší vyšší zisky, očekávané zisky na 1 akcii. Vyprodukované zisky patří akcionářům a bývají vypláceny ve formě peněz – dividend, nebo také mohou být zadrženy a použity na reinvestování a zvětšení tak hodnoty podniku. Akcionáři požadují stálý příjem dividend, tak i právě růst tržní ceny svých akcií, které následně mohou být prodány na burze. O tom, kolik firma zadrží a reinvestuje, se v ekonomické teorii dozvíme pod názvem dividendová politika. Ta představuje další faktor, který ovlivňuje cíl maximalizace tržní ceny akcií. Můžeme tedy konstatovat, že podniky postupem

času přecházejí od statistické maximalizace celkového zisku k poměrovým ukazatelům, hlavně ROE, ROA. a následně i k tržní ceně akcie, která zahrnuje riziko do rozhodování v rámci určité dynamizace. Využívá se to hlavně v hodnocení investičních projektů nebo při stanovení hodnoty firmy za pomoci diskontovaného cash flow. Až později na přelomu 80. a 90. let byly vytvořeny propracovanější modely, které mají za cíl maximalizaci hodnoty podniku. Jedná se o model ekonomicky přidané hodnoty – EVA a tržní přidané hodnoty – MVA. V praxi ale vedení firmy zůstává i nadále u rentabilních ukazatelů, hlavně ROE, i přes to, že nezahrnuje riziko u jednotlivých společnostech. (Vyskočil, 2005)

Maheshwari napsal, že výnosnost firem značí schopnost vytvářet výnos ze všech obchodních aktivit společností nebo podniků. Ukazuje, jak efektivně může management získat zisk tím, že využije všechny dostupné zdroje na trhu. (Maheshwari, 2001)

Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu, je měřítkem schopnosti podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tedy schopnost firmy vytvářet nové zdroje. Vyjadřuje míru zisku, který v tržní ekonomice udává hlavní aspekt pro alokaci kapitálu. (Knápková & Pavelková, 2010) Scholleová uvádí: „*Ve všech ukazatelích rentability poměříme ukazatel, který je tokovou veličinou za období (výsledkové veličiny), a stavovou hodnotu (rozhodovací veličiny). Je třeba se rozhodnout, zda stavovou veličinu (aktiva, vlastní kapitál) brát v úvahu jako hodnotu, ze které byl zisk tvořen. Stanovenou veličinu (vlastní kapitál, aktiva apod.) by bylo lepší brát z předešlého roku, ale kvůli tomu, že převážná většina firem a státních společností, které stádají data, porovnávají vždy údaje z konce období, je přínosnější z důvodu vzájemné rovnosti také využívat tento způsob. (Podobný problém můžeme zachytit i u ukazatelů aktivity).*“ (Scholleová, 2017)

Podle Synka se rentabilita bere za princip hospodárnosti jednání v tržní ekonomice. Určuje, v jaké míře se kapitál za určité časové období zúročil. Vyšší hospodárnost zvyšuje rentabilitu (zisk), který má nadále další kladné vlivy (za dosáhnuté úspory mohou být vyplaceny prémie pracovníkům, může být snížena cena výrobku apod.). Na druhé straně firma, která má špatné hospodaření, může mít vysokou rentabilitu díky například vysokým trhovým cenám svých statků a malé konkurenci. Rentabilita totiž není ovlivňována jenom hospodařením, ale také trhovými podmínkami, jako jsou například ceny vstupů, ceny produkovaných statků nebo míra rizika aj. (Synek & Kislíngrová, 2010)

## **1.1 Ukazatele rentability**

Při finančních analýzách se nejčastěji aplikují poměrové ukazatele, právě ukazatele rentability, které patří k nejpoužívanějším metodám. Porovnávají počáteční vstupy s konečným efektem, který byl dosažen podnikatelskou činností. Porovnat se může

spolu s vlastním jměním, s celkovým majetkem nebo s tržbami. Při výpočtech rentability ale musíme počítat s tím, že neuvažují rozsah vázaného kapitálu, čas ani riziko. A je důležité mít na paměti, že zisk, se kterým pracujeme, je také ovlivněn předešlymi účetními postupy jako je například zdanění nebo pouhé matematické zaokrouhlování. Ve výsledné výnosnosti pak můžeme najít vliv řízení dluhů, řízení aktiv a likvidity. (Kislingerová, 2001)

Ukazatele rentability posuzují schopnost firmy dosahovat zisku za použití investovaného kapitálu. Na časové linii by tyto ukazatele měly mít rostoucí křivku. Pomocí nich jsme schopni hodnotit výkonnost firmy. Bohužel většina z těchto ukazatelů se pojí s účetními údaji, a hlavně s účetním výsledkem hospodaření, a tudíž neberou v úvahu vliv inflace, riziko a pomíjejí časové hodnoty peněz. (Knápková & Pavelková, 2010) K výpočtům rentability se nejčastěji používají tyto poměrové ukazatele:

### 1.1.1 Rentabilita aktiv

ROA – Return of Assets

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}$$

ROA bývá brán za jeden z nejdůležitějších ukazatelů rentability, protože poměří zisk podniku s celkovými vloženými prostředky (aktiva investovaná do podnikání) bez ohledu na to, jestli byl financován z vlastního nebo cizího kapitálu. (Scholleová, 2017) Tento vzorec je vhodné používat, pokud se v čase mění sazba daně nebo struktura financování. Pokud je do čitatele dosazen EBIT, (Earnings before Interest and Tax, do češtiny přeloženo jako zisk před odečtením úroků a daní, to se rovná provoznímu hospodářskému výsledku) znamená to, že chceme, aby ukazatel poměřil aktiva investovaná do podnikání nejen se ziskem, ale i s těmi efekty, které vyplývají ze zhodnocení cizího kapitálu. Započítání úroků do nákladů vyvolá snížení výsledného zisku, a tím i snížení daně z příjmu. Následně cena cizího kapitálu je o tolik nižší, o kolik byla ušetřena částka daně. (Kovanicová, 2012)

### 1.1.2 Rentabilita vlastního kapitálu

ROE – Return on Equity

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

ROE poměří EAT (Earnings after Tax, do češtiny přeloženo jako čistý zisk po zdanění) s vlastním kapitálem, který do podniku vložili vlastníci či akcionáři. Výsledkem je vyjádření efektivity reprodukce kapitálu, tedy kolik EATu připadá na 1,- Kč investovanou vlastníky firmy. (Scholleová, 2017) Díky tomuto ukazateli mohou investoři posoudit, zda při určitém riziku jejich investice je kapitál dostatečně zhodnocován. Samotný investor kouká na to, zda zhodnocení jeho vloženého kapitálu bylo vyšší než zhodnocení tohoto kapitálu při jiné formě investice. (Jiříček & Morávková, 2008)

### 1.1.3 Rentabilita tržeb

ROS – Return on Sales

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}$$

ROS vyjadřuje, kolik korun zisku podnik utvoří z jedné koruny tržeb, kde tržby bereme jako součet tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb plus tržby z prodeje zboží. Pokud se výsledek ukazatele přiklání k nízkým číslům, lze usuzovat, že situace v ostatních ukazatelích bude podobně špatná. (Scholleová, 2017)

### 1.1.4 Rentabilita dlouhodobého vlastního kapitálu

ROCE – Return on Capital Employed

$$ROCE = \frac{EBIT}{(dlouhodobé\ závazky + vlastní\ kapitál)}$$

ROCE komplexně vyjadřuje efektivnost hospodaření podniku. Jedná se o ukazatel vyjadřující míru zhodnocení všech aktiv společnosti financovaných vlastním a cizím dlouhodobým kapitálem. Respektive se jedná o ukazatel ziskovosti a říká, kolik zisku přinese naše investice na korunu. Ukazatel ROCE udává přesnější informace, protože ROE ve jmenovateli má pouze vlastní kapitál a neklade důraz na výši úvěrů. (Knápková & Pavelková, 2010)

## 1.2 Vztahy ukazatelů s rentabilitou

- Rentabilita a zadluženost

Za protiklad výnosnosti (rentability) se dá považovat zadluženost, která zjednodušeně představuje množství cizího kapitálu, který si například vypůjčíme nebo pronajmeme. Se stoupající zadlužeností se může zvedat rentabilita, ale také může působit opačně, negativně, na výnosnost. Vysoká zadluženost působí na rentabilitu vlastního kapitálu pozitivně jen v tom případě, pokud firma má možnost efektivně pracovat s cizími zdroji. Finanční páka ovlivňuje vztah mezi rentabilitou a zadlužeností. Pokud finanční páka působí negativně, tak je výnosnost vloženého kapitálu (ROCE) nižší než cena úročených cizích zdrojů a za takového případu použití cizího kapitálu znehodnocuje kapitál vlastní. Finanční páka může působit i pozitivně, a to za předpokladu, že rentabilita vloženého kapitálu bude vyšší než průměrná úroková míra z cizích zdrojů. Při zadlužování firmy tak musíme vycházet z analýzy, zdali máme schopnost vydělat nakoupenými aktivy více, než činí úroky za půjčený kapitál. (Knápková & Pavelková, 2010)

- Rentabilita a likvidita

Likviditu lze jednoduše vyjádřit jako schopnost splácení krátkodobých závazků. Malé množství oběžných aktiv, tj. běžné bankovní účty, zásoby, pohledávky nebo hotovost



vede k nízké likviditě. Na druhou stranu to je prospěšné pro rentabilitu, která se zvětšuje, neboť z malého množství tohoto majetku plyne větší výnosnost. Naopak z většího množství majetku dostaneme větší výnosy, ale ne celkový poměr výnosnosti ku majetku. (Knápková & Pavelková, 2010)

- Rentabilita a aktivita

Nízká obratovost aktiv nebo jejich podskupin se projevuje při snížení rentability a neefektivním využívání aktiv. Za příklad můžeme vzít rozklad rentability aktiv, kdy je dán součin obratovosti aktiv a ziskové marže a výše těchto faktorů zde ovlivňuje rentabilitu. Vysoký obrat aktiv je výhodou pro firmy, které využívají určitá odvětví. Na druhou stranu existují i odvětví, která díky vysoké ziskové marži mají rentabilitu aktiv vysokou. (Knápková & Pavelková, 2010)

## 2 TEORIE INVESTIC

Důležité je propojit výnosnost s investicemi, neboť s nimi zpravidla dlouhodobě přichází zisky a tím se zvyšuje výnosnost. A větší výnosnost je spojena s větším rizikem investice. Pojem investice můžeme charakterizovat jako odložené zisky. Přesněji ekonomická činnost, při které se firmy vzdávají svých nynějších zisků k tomu, aby v budoucnu nabyli zvýšení jak zisků samotných, tak třeba i zvětšení hodnoty firmy. Co stojí za tím, že společnosti investují? Proč svoje zisky do budoucnosti odkládají? A které faktory ovlivňují investiční rozhodování? (Synek & kolektiv, 2011)

Složka aktiv se skládá ze dvou základních oblastí, oběžných aktiv a dlouhodobého majetku. Právě dlouhodobý majetek se bere jako investiční majetek, tedy výsledek investičních rozhodnutí minulých let. V zásadě by měl sloužit po dobu delší jak jeden rok. Dále pak rozlišujeme tři základní skupiny dlouhodobého majetku (investic). První z nich jsou finanční investice, mezi které řadíme dlouhodobé půjčky, nákup nemovitostí, nákup dlouhodobých cenných papírů (dlouhodobé směnky, obligace) nebo podílové vklady do společností. Druhá skupina jsou nehmotné investice, také nazývány jako věcné nebo fyzické. Pod ně spadá většina úkonů, které souvisí s vytvářením nebo rozšířením výrobní kapacity podniku. Jedná se o pořízení nových budov, pozemků, cest, staveb, strojů, výrobního zařízení, dopravních prostředků a jiné. Jedinou podmínkou k zařazení, kterou musí splnit, je pořizovací cena vyšší než 40 tisíc Kč. Poslední třetí skupinou jsou nehmotné investice, jako je software, autorská práva, know-how, licence, výzkumné či vzdělávací výdaje apod. Opět s podmínkou investicí větší než 60 tisíc Kč, jinak jsou zapsána do provozních nákladů. (Synek & kolektiv, 2011)

Podnik má čtyři základní možnosti, jak získat výše zmíněný majetek. Nejběžnější je to koupí nebo investiční výstavbou. Jde to ale získat i například bezúplatným nabytím na základě smlouvy o koupi najaté věci nebo prostým darováním. K tomu, abychom si to mohli dovolit a měli dostatečné prostředky, musíme vlastnit určitý kapitál, který

do investice vložíme. Jedná se buď o vlastní kapitál nebo cizí kapitál. Mezi vlastní zdroje řadíme vklady vlastníků nebo společníků (akcie, účasti), odpisy, nerozdělený zisk (samofinancování) nebo výnosy z prodeje a likvidace majetku. Na druhé straně cizí zdroje jsou poskytovány od třetích stran jako jsou banky, stát (úvěr, obligace, leasing, dotace). Firma využívá tuto metodu v případech, kdy nemá dostatečný vlastní kapitál k financování investice nebo nechce ztratit svůj firemní podíl v případě emisí akcií. V neposlední řadě za to může i to, že cizí kapitál je všeobecně levnější než vlastní kapitál. Je to dáno nižší úrokovou mírou bank, než je míra výnosnosti akcií a daňovým štítem. (Synek & kolektiv, 2011)

Firma a její vedení má za úkol zvolit, kterou možnost investování si vybere, zdali vůbec, a za jakých podmínek jsou schopni toto rozhodnutí vykonat. Investiční rozhodnutí má dlouhodobé dopady na rozdíl od běžných provozních rozhodování. Protože pokud se podnik rozhodne investovat, ponese následky jen on sám. Výběr špatné investice může podnik dovést až k bankrotu, nebo na druhou stranu výběr dobré investice může přinést dlouhodobě vysokou výnosnost. Musíme mít ale na paměti, že s investicemi jsou spojeny dva základní problémy. Jedním z nich je faktor času, který řešíme diskontováním a výpočtem současné hodnoty (aktualizace). Druhý problém pak představuje riziko a nejistota, které jsou spojeny s investicemi. V úvodu kapitoly jsme si řekli, že investor se vzdá svého současného majetku (zisku) za předpokladu lepšího budoucího důchodu s cílem větších výnosů a zisku. To se rozhoduje podle třech základních kritérií:

- Rentability (výnosnosti), jako vztah mezi výnosy a náklady.
- Rizikovosti, podle úrovně nebezpečí, že investice selže a nebude mít žádný přínos.
- Likvidity (doby splacení), tedy schopnosti přeměnit investici zpět do peněz. (Synek & kolektiv, 2011)

## 2.1 Statické hodnocení investic

Je-li investice přijata, je vhodné, abychom uměli hodnotit efektivnost investice. Potřebujeme proto znát kritéria, za kterých jsou investice prováděny. Může jít o nákladové kritérium, které použijeme v případě investic pro snížení výrobních nákladů. Nebo ziskové kritérium v případě zvýšení zisku pomocí investic. A právě tímto ziskovým (výnosovým) kritériem se budeme zabývat. Jedná se o metodu výnosnosti (rentability) investic. Za onen efekt z investice se považuje již zmíněný zisk. Princip je postaven na změně objemu výroby a změně v nákladech, které jsou vyvolány investicí a ty se následně odrazí na zisku. Změna zisku by pak měla dostatečně charakterizovat přínos investice.

## 2.1.1 Výnosnost investice

ROI – Return on Investment

$$ROI = \frac{EBT + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

Jelikož ve vzorci používáme průměrné hodnoty, je možné porovnávat investice s různou výší nákladů nebo různým objemem výroby. Investoři pak vypočtenou výnosnost srovnávají s požadovanou mírou zúročení. Pokud je rentabilita nižší, investice není výhodná a neměla by se realizovat a naopak. Opět ale musíme myslet na fakt, že zde nepočítáme s faktorem času ani s odpisy. Pro přesnější vyjádření a pochopení dopadů na dílčí vlivy porovnáme zisky, tržby a kapitál a zjistíme, jestli má větší vliv výnosnost tržeb (obratu) nebo rychlost obratu kapitálu: (Synek & kolektiv, 2011)

$$ROI = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby}} \times \frac{\text{Tržby}}{\text{Celkový kapitál}}$$

## 2.2 Diskontní míra

V reálném světě je běžné, že doba investiční výstavby trvá většinou více než jeden rok. Je proto vhodné kapitálové náklady takzvaně aktualizovat. Jedná se o přepočítání budoucích nákladů na stejnou časovou osu – současnost. Tento výpočet se provádí pomocí diskontní míry. Jedním ze způsobů, jak najít tuto hodnotu je vyjít z minulé výše dividend a předpokládaného růstu ceny akcií nebo růstu dividend.

$$k_e = \frac{\text{dividendy}}{\text{cena akcií}} + \text{růst ceny akcií nebo dividend}$$

(Synek & kolektiv, 2011)

Další způsob, který lze využít, pokud neznáme cenu akcií nebo dividendy, tak je za pomoci CAPM modelu. Ten se opírá o bezrizikovou úrokovou míru, beta-koeficient, průměrné tržní výnosnosti akcií. Výsledný vzorec pak vypadá takto:

$$R_i = R_f + B_i * (R_m - R_f)$$

kde  $R_i$  – požadovaná výnosnost  
 $R_f$  – bezriziková úroková míra  
 $B_i$  – hodnota beta koeficientu finančního aktiva  
 $R_m$  – tržní výnos na kapitálovém trhu  
( $R_m - R_f$ ) – tržní riziková prémie

Bohužel CAPM model je mnohdy kritizován za svou nepoužitelnost a nereálnost při investičním rozhodování. Nadhodnocuje reálně pozorované investice. Selhává z toho

důvodu, že je odvozený z rovnováhy na kapitálovém trhu. A když víme, že se na trhu objevují bubliny, tak je jasné, že to nebude mít stoprocentně přesnou vypovídající hodnotu. Na druhou stranu je ale lehce spočítatelný a dostupný. Hlavní výhodou je obchodní a finanční riziková variabilita. Tedy pokud firmy hledají možnosti v jiném, odlišném podnikání, nemůžou použít běžné výpočty požadované míry návratnosti. (Kracík, 2015)

## 2.3 Čistá současná hodnota

Pokud již známe diskontní míru společnosti, můžeme následně vypočítat současnou hodnotu očekávaných peněžních příjmů (cash flow). Tedy takovou hodnotu, která je očištěna o působení faktoru času – znehodnocování budoucích peněz. A protože výnosy vznikají v delším období než jeden rok, je třeba peníze přepočítat na stejnou časovou osu. V praxi se nejčastěji setkáváme s rokem, kdy byla investice pořízena. Současná hodnota je definována jako: „Peněžní suma, která musí být investována, pokud má být ve stanovené době získána zpět větší o očekávané výnosy.“ Při výpočtu využijeme diskontní míru, kterou jsme rozebrali v předešlém odstavci. Výsledný vzorec pak vypadá následovně:

$$SHCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

kde SHCF – současná hodnota cash flow  
CF<sub>t</sub> – očekávaná hodnota cash flow v období t  
K – podniková diskontní míra (míra kap. nákladů na investici)  
t – časové období (roky)  
n – životnost investice (roky) (Synek & kolektiv, 2011)

## 2.4 Investiční riziko

S investicemi souvisí investiční riziko a nejistota. Hned na začátku je dobré si vysvětlit, jaký je rozdíl mezi dvěma zmíněnými pojmy. Riziko představuje takovou situaci, kdy jsme oznámeni s pravděpodobností jednotlivých událostí. Na druhé straně nejistota je situace, kdy neznáme číselnou hodnotu pravděpodobnosti. Úkolem manažerů je pak tyto nejistoty převést na rizika za pomoci odhadu pravděpodobností jednotlivých událostí. U rizika investování ale i přesto platí, že není znám jeho budoucí výsledek – investovaný kapitál nám může přinést velké výnosy (zisk), anebo také může být úplně ztracen.

S rizikem ale nepracují manažeři jenom při investičním rozhodování, ale i v jiných oblastech podnikové ekonomiky. Celá struktura firmy, jejího kapitálu, její činnosti, organizace je propojena skrz riziko. Jelikož se ale zabýváme výnosností, tak se zaměřím

právě na investiční riziko. A podle toho máme také různé investiční formy, které přináší různě vysoké výnosnosti na základě rizika. Investiční riziko je úzce spjato s pravděpodobností budoucích výnosů. Respektive s větším rizikem nám stoupá větší výnosnost, nebo vznikne větší ztráta. Jakmile manažer zvýší podstupované riziko, vzroste mu výnosy. Riziko a výnosnost tak zde tvoří spojitě nádoby, které jsou si úměrné.

Pravděpodobnost rizika se vyjadřuje procentuálně, kde udává šanci určitého zisku (výnosu). Součet těchto pravděpodobností musí vždy dávat 100 %. My máme k dispozici vzorec, který nám dokáže vypočítat očekávanou velikost zisku za předem zmíněných podmínek.

$$Z = \sum_{i=1}^n P_i * Z_i$$

kde  $Z_i$  – zisk dosažený s pravděpodobností  $P_i$   
 $P_i$  – pravděpodobnost výskytu určité výše zisku  $Z_i$   
 $n$  – počet možných velikostí zisku

Ochota podstupovat riziko a riskovat vložený kapitál je závislá na jedinci, který o tom rozhoduje (manažer, investor). Jedná se o jeho individuální rozhodnutí. V praxi je nejčastější, že manažeři volí vyhýbání se riziku. Ale jinak jsou tři různé druhy postojů k riziku. První investor, tzv. konzervativní, má odpor k riziku. Dává přednost trvalému a malému výnosu. Na druhé straně úplný opak, který preferuje vysoký výnos i za cenu ztráty, pracuje pod vysokým rizikem s cílem dosažení co nejvyššího zisku. A pak se zde nachází tací, kterým je to lhostejné a jejich postoj je neutrální.

Druhý způsob, pro naši práci praktičtější, kterým navážeme na diskontní míru, je ocenění rizika v investičním rozhodování s přizpůsobením diskontní míry k riziku. V zásadě platí, že očekávaná výnosnost kterékoliv investice je složena ze tří bodů: bezriziková úroková míra, inflační prémie a riziková prémie. Pokud bychom tyto tři ukazatele sečetli, dostaneme očekávanou výnosnost. Jelikož ale státní dluhopisy lze považovat za bezrizikovou investici, která počítá s inflací, výsledný vzorec můžeme psát jako:

$$\textit{očekávaná výnosnost} = \textit{úroková míra státních obligací} + \textit{tržní riziková prémie}$$

Tím se opět dostáváme, k již vysvětlenému CAPM modelu, kde jsme s rizikem počítali. Pro upřesnění vzorce je vhodné si rozebrat určité proměnné a koeficienty. Za úrokovou míru státních obligací se považují bezrizikové cenné papíry a za tržní rizikovou premii si představíme výnosnost tržního portfolia mínus bezrizikovou výnosnost. A abychom dostali očekávanou výnosnost konkrétní firmy, je nutné premii vynásobit beta koeficientem. Hodnota beta koeficientu představuje riziko firmy ku riziku portfolia. Bývá veřejně publikována jako statisticky průměrná hodnota pro investiční činnost. Jedna ze známých ověřených stránek, kde se tato hodnota dá nalézt je na

www.damodaran.com. Takto vypočtenou očekávanou výnosnost lze použít například pro náklady vlastního kapitálu k výpočtu kapitálových nákladů (WACC), kdy nemáme k dispozici úplně přesná interní data firmy a vycházíme z obecně statistických průměrných hodnot. (Synek & kolektiv, 2011)

## 2.5 Tržní hodnota firmy

S tržní hodnotou se pojí definice obecného pojmu – střední hodnota cenového rozpětí předpokládaných tržních cen. Tržní hodnota samotné firmy představuje (pocitovou, férovou) cenu, kterou bychom dostali za oceněný majetek k datu ocenění v běžném obchodním styku a za daného právního stavu.

Podle Maříka je hodnota podniku brána jako očekávané budoucí příjmy, které jsou na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do společnosti. Musí však být v současné hodnotě. Toho docílíme diskontováním, respektive převedením očekávaných hodnot na současné hodnoty. (Mařík, 2011)

Nesmíme zaměňovat tržní hodnotu firmy s cenou firmy. Jedná o zcela jiné ukazatele. Cena společnosti totiž vyjadřuje peněžní částku v určitou dobu za výrobky, zboží nebo služby. Tato cena je lehce ovlivněna například nabídkou a poptávkou na trhu nebo vývojem ekonomiky. (Dluhošová, 2008)

Tržní hodnotu firmy neboli celkovou hodnotu podniku by společnost měla mít odhadnutou už jen kvůli prodeji společnosti. Zároveň pro případné odkoupení, nové partnery, vypořádání s vystupujícím společníkem, fúzi, dědictví, likvidaci aj. (Synek & Kislíngrová, 2010) V našem případě je to skvěle využitelné na výpočet Tobinova  $q$ , kde se ukazatel tržní hodnoty podniku objevuje v čitateli vzorce.

Ke správnému určení tržní hodnoty podniku může dojít za podmínek, kdy oceňovatel má k dispozici všechny potřebná data. Současně musí platit předpoklad existence funkčního a aktivního trhu. (Krabec, 2009) Při splnění podmínek jsme schopni dosadit do následujícího vzorce pro výpočet ekonomicky přidané hodnoty:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

$$NOPAT = EBIT * (1 - t) - C * WACC$$

kde EBIT – zisk před zdaněním a úroky

t – daň

C – dlouhodobé investovaný kapitál

WACC – průměrné vážené náklady

NOPAT – čistý provozní zisk po zdanění – kapitál vázaný v aktivech sloužících k provozní činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu (čistá provozní aktiva neboli NOA) (Marinič, 2008)

Ukazatel EVA (Economic Value Added), česky ekonomicky přidaná hodnota, je rozdíl mezi ziskem podniku (NOPAT) a jeho náklady na kapitál. Metoda nepracuje s peněžními toky, které jsou založeny na diskontovaných peněžních tocích, ale s výsledkem hospodaření k ocenění podniku jako ukazatelem ekonomické přidané hodnoty. Snahou podnikání je vytvářet tuto ekonomicky přidanou hodnotu. Je-li výsledek kladný, firma tvoří hodnotu. V opačném případě dochází k úbytku hodnoty společnosti. (Synek & Kislingerová, 2010)

Abychom se dostali k výsledné hodnotě podniku na základě EVA, která pracuje s diskontovanými peněžními toky, vyjdeme ze základu diskontování a s ním spojeným modelem CAPM, který nám poslouží jako požadovaný výnos z finančního aktiva, kterým vynásobíme vlastní majetek a odečteme od EATu (čistý zisk) podniku. Stále ale musíme mít na mysli, že výsledná hodnota je orientační, protože pracujeme se statisticky průměrnými údaji jako beta levered nebo výnos desetiletého státního dluhopisu. Výsledná EVA se pak počítá pomocí vztahu: (Mařík, 2011)

$$EVA = EAT - (r_e * E)$$

kde    EVA    – ekonomicky přidaná hodnota  
       EAT    – čistý zisk  
       E        – vlastní kapitál  
        $r_e$      – požadovaný výnos z finančního aktiva

## 2.6 Reprodukční náklady

Další pojem, který se pojí s investicemi a který bude třeba vysvětlit, hlavně pro pochopení studovaného Tobinova  $q$ , jsou reprodukční náklady. Ovlivňují nabídku výrobních faktorů. Počítají se na základě reprodukční ceny. Takové ceny, za kterou bychom v současnosti s odpovídající technologií byli schopni pořídit stejnou stavbu, stroj, jiný dlouhodobý majetek, nebo například vybudovat znovu celou firmu se stejným využitím jako majetek oceňovaný. Pokud například mezní výnos dlouhodobé jednotky klesne pod hranici reprodukčních nákladů, nevyplatí se majiteli daný stroj či podobné aktivum využívat. Dají se tedy brát jako rozhodovací kritérium pro náhradu dlouhodobého majetku. (Holman, 2010)

## 3 TOBINOVO Q

Doposud jsme si řekli a vysvětlili, že výnosnost je úzce spjata s investicemi. Ty dlouhodobě zvyšují výnosnost. Investice představují důležitý faktor pro zvyšování výrobních kapacit. Jejich časová orientace směřuje do budoucnosti a jejich aspekty jsou zpravidla nezvratné. Existuje více teorií, které vysvětlují investování. Ale jednou z nich je právě neoklasická Tobinova  $q$  teorie. Podle té závisí výše investovaného kapitálu na poměru nákladů na nahrazení hmotných aktiv a očekávané tržní hodnoty firmy, což se bere jako  $q$  koeficient. Samotné " $q$ " se těžko zjišťuje měřením, ale existují způsoby, které mají možnost ji vypočítat z ostatních veličin. Výsledkem je informace, díky které jsme schopni rozhodovat o investičním chování firmy. Některé z nich se pokusím vysvětlit v následujících odstavcích. (Pánková, 2005)

### 3.1 Teorie Tobinova $q$

Stejně jako optimální kapitálová zásoba, tak i Tobinovo  $q$  vysvětluje, jaké množství zdrojů by firmy měly investovat. Jedná se o jiný pohled na investice, který zjišťuje kdy je výhodné investovat a kdy ne. Většinou pokud máme firmy s vysokou výnosností, tedy velkou hodnotou, tak musí být dobře zainvestované a mít velký objem fyzického kapitálu. S tím vším pak už dokáže tento model počítat a zjistit onu možnost dalších investic či nikoli. (Netrval, 2016)

Tobinovo  $Q$  počítá s investicemi spadajícími do fixního kapitálu, což si můžeme představit například stroje, zařízení, budovy, které financují firmy. Ty se opírají o teorii neoklasického přístupu, který se zabývá dvěma otázkami. První z nich je optimální kapitálová zásoba, která nám určuje, kolik kapitálu, oněch například strojů, bych měl mít, abych byl v optimu. Respektive kolik kapitálu bych měl vlastnit, koupit, aby se mi ještě vyplatilo investovat do něj náklady. A druhá otázka navazuje na první a ta se ptá na to, jak rychle se dokážeme dostat do optima. (Šetek, 2012)

Vycházíme z původně zmiňované neoklasické teorie, ale navíc u nákladů kapitálu přičítáme instalační náklady. Za instalační náklady považujeme:

- 1) Investice do lidského kapitálu – pokud zavádíme novou linku, nový segment ve firmě, musíme proškolit a vytrénovat zaměstnance.
- 2) Čas manažerů – každá investice stojí nějaký čas plánování a věnování se tomu. Tento čas je vyčíslitelný a považovaný za náklady.
- 3) Přerušování výroby – za určitých podmínek nových investic, například výměna strojů, je nutné zastavit výrobu, což nás stojí další ušlé náklady. (Holman, 2010)



Instalační náklady mají také dvě základní charakteristická pravidla:

- 1) S rostoucí velikostí investice rostou instalační náklady – tedy pokud my investujeme do jednoho stroje, nebudou instalační náklady tak vysoké, jako kdybychom investovali do deseti strojů.
- 2) Jsou časově omezené – s postupem investice se stále snižují.

Výsledný vzorec maximalizace hodnoty firmy a zároveň hledané Tobinovo q pak zapíšeme:

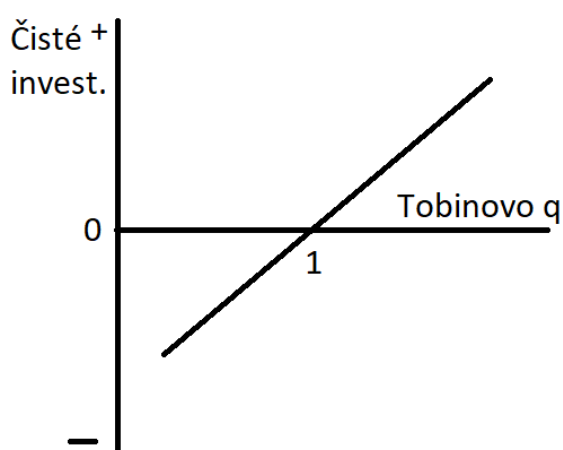
$$q = \frac{\text{tržní cena kapitálu}}{\text{reprodukční náklady kapitálu}}$$

kde tržní cena kapitálu – je rovna tržní hodnotě firmy neboli nominální množství akcií krát aktuální kurs akcií. Její hodnota je závislá na očekávaných výnosech firmy.

reprodukční náklady kapitálu – jsou takové náklady, za které by firma byla schopna koupit aktiva (kapitálové statky) jež sama vlastní.

Pokud je tedy "q" větší jak jedna, tak narůstá kapitál, tedy i tržní hodnota firmy, protože firma vyhledává investice, aby dosáhla optima. Na druhou stranu, pokud q je menší jak jedna, tak firma přestává investovat ba dokonce prodává kapitál. Můžeme tedy vyvodit, že q nám klesá, pokud klesají ceny akcií firmy a v důsledku toho nám i investiční činnost a agregátní poptávka. (Holman, 2010)

### Grafický model Tobinova q



Graf 1 – grafický model Tobinova q (zdroj: <http://slideplayer.cz/3370730/11/images/23/Tobinovo+q+graficky.jpg>)

Tento zjednodušený grafický model nám ukazuje, jak působí výsledná hodnota q na případné investice firmy. Pokud je  $q > 1$ , je výhodné pro firmu investovat (zvyšovat produkci), to jest nové přidané investice (čisté investice) budou kladné. Pokud je

ovšem  $q < 1$ , není výhodné pro firmy zvětšovat svoji produkci, to jest čisté investice se stanou záporné. (Holman, 2010)

### 3.2 Analýza Tobinova Q

Na základě investic do fyzického kapitálu si rozebereme Tobinův model, který představuje důležité faktory, od nichž se investice odvíjejí. Investiční rozhodnutí firmy, zda investovat do fyzického kapitálu či nikoli, je závislé na mnoha faktorech, které si zde pokusíme rozebrat a vysvětlit. Do fyzického kapitálu převážně investují soukromé firmy. Jejich cílem je maximalizovat hodnotu společnosti.

Hodnotu společnosti můžeme brát jako hodnotu očekávaných zisků a dostáváme následující vzorec:

$$V_t = E_t \sum_{s=1}^{\infty} \left( \frac{1}{(1+r)^s} D_{t+s} \right)$$

- kde  $V_t$  – hodnota firmy v současnosti  
 $D_{t+s}$  – zisk v rámci určitého času (zisk = příjmy – náklady)  
 $E_t$  – hodnota očekávaných zisků  
 $r$  – úroková míra

Pokud  $D_t$  značí funkci zisku, je jasné, že se musí skládat z příjmů a nákladů a jejich vzájemnému rozdílu. Pak rovnice zisku bude vypadat:

$$D_t = p_t A_t F(K_t, L_t) - \frac{\chi I_t^2}{2 K_t} - w_t L_t - q_t (K_{t+1} - K_t)$$

Kde první položku tvoří příjmy firmy:  $p_t A_t F(K_t, L_t)$ . U příjmů všeobecně platí, i v našem případě, že se skládají z ceny krát množství produkce. Cenu produkce značí ( $p_t$ ) a produkční funkci  $A_t F(K_t, L_t)$ , která říká, kolik jsme schopni vyrobit. Neboť  $A_t$  je technologický pokrok a funkce  $F$  se skládá ze zásoby kapitálu ( $K_t$ ) a počtu jednotek práce ( $L_t$ ).

K vytvoření příjmů firma potřebuje vyprodukovat produkty. Ty se nevytvoří samy, jsou zapotřebí vstupy práce a kapitálu. Práce všeobecně stojí náklady, které jsou dány počtem jednotek práce ( $L_t$ ) a mzdovou sazbou ( $w_t$ ). A náklady na kapitál se určují z výše investic v daném období.

Investice si lze představit jako hodnotu o navýšení zásob kapitálu. Pokud máme na začátku období kapitál o velikosti ( $K_t$ ), který využíváme v období ( $t$ ), a následně ho zvedneme na hodnotu ( $K_{t+1}$ ) kterou budeme mít k dispozici na konci období ( $t$ ) a do budoucna budeme využívat v čase ( $t+1$ ), jedná se o investice. Respektive rozdíl ( $K_{t+1}$ ) a ( $K_t$ ) nám vyjádří investice v čase ( $t$ ), které značíme ( $I_t$ ). Samotné investiční náklady

pak vycházejí z množství investovaného kapitálu, tedy  $(K_{(t+1)} - K_t)$  a ceně jednotky fyzického kapitálu, kterou značíme  $(q)$ . Výsledné přímé investiční náklady vyjádříme vztahem  $(q_t I_t)$ .

Další položkou nákladů jsou instalační náklady neboli nepřímé investiční náklady, které jsme již lehce zmínili o kapitole dříve. Jedná se o náklady především spojené s administrací projektu a zapojením přidaného kapitálu do firmy. Při finanční kontrole se ani nemusí dokladovat účetními doklady. Jsou vyjádřeny vztahem:

$$\frac{\chi I_t^2}{2 K_t}$$

kde všechny proměnné už známe, jenom  $(\chi)$  představuje parametr nepřímých investičních nákladů

Za pomoci jednoduché matematické analýzy bylo zjištěno, že investovaný kapitál firmy v čase  $(t)$  zvyšuje celkové náklady, protože pokud vzroste  $(I_t)$ , který se nachází v čitateli, vzroste i celkový výsledek instalačních nákladů. V ekonomice ale platí, že do budoucna vyšší zásoba kapitálu bude snižovat budoucí instalační náklady při dalších investičních úkonech. Je to zvláštní schopnost instalačních nákladů, při kterém firma využívá svých znalostí a předešlých zkušeností k tomu, aby dodatečné investice do fyzického kapitálu nezabírali tolik celkových nákladů z důvodu nutnosti zapojovat nové investice do výroby, jako tomu bylo poprvé.

Po obeznámení se všemi faktory ovlivňujícími funkci zisku můžeme navázat investičním rozhodnutím. Z doposud popsané analýzy vyplývá, že v současnosti dodatečné investované jednotky mají čistě negativní dopady kvůli současnému zvýšení celkových nákladů. A k tomu je nutné zaplatit cenu  $(q_t)$  za dodatečnou jednotku kapitálu plus navíc zaplatit přírůstek za instalační náklady k využívání ve výrobě. Přírůstek instalačních nákladů lze vyjádřit pomocí derivace instalačních nákladů podle  $(K_{(t+1)})$ :

$$\left(\frac{\chi I_t^2}{2 K_t}\right)' = \chi \frac{I_t}{K_t}$$

Po úspěšném zapojení dodatečné jednotky kapitálu do výroby bude firma schopna v budoucnu  $(t+1)$  generovat dodatečnou výrobu a s tím i dodatečné příjmy. Předpokládáme, že dodatečná investice v současnosti přinese dodatečný příjem ve výši:

$$p_{t+1} A_{t+1} F_K(K_{t+1}, L_{t+1})$$

Kde  $(F_K)$  se rovná derivaci produkční funkce podle kapitálu a mezního produktu kapitálu, který odpovídá na otázku, o kolik nám vzroste celková produkce za předpokladu, že zvýšíme kapitál o jednu jednotku. Při obecně známém pravidlu, kdy do výroby bu-

deme přidávat kapitál, se nám začne zvyšovat produkce firmy. Nesmíme ale zapomenout na efektivitu, neboť s každou dodatečně přidanou jednotkou kapitálu se produkce zvyšuje, ale ne konstantním tempem, protože mezní produkt kapitálu je funkcí klesající. Takže s každou dodatečnou jednotkou se produkce zvýší, avšak ne o tolik jako s tou předchozí. Jinak řečeno, pokud budeme do výroby konstantně přidávat stejné množství kapitálu, produkce se bude zvyšovat klesajícím tempem.

Součinem ceny dodatečného výstupu a mezního produktu dostaneme mezní příjem z produktu kapitálu, což řadíme k pozitivním dopadům na zisk společnosti. Další kladný dopad na zisk by firma mohla mít z prodeje dodatečné jednotky kapitálu, pokud by ji prodala v čase  $(t+1)$ . Jedná se o potenciální příjem, ale i tak je součástí zisku (hodnoty firmy). Když vezmeme tyto hodnoty v čase  $(t+1)$ , musí se rovnat.

Je zde ovšem ještě jeden pozitivní přínos z investice, který už jsme již lehce zmínili. Jde o instalační náklady. Víme, že při investici se zvyšují celkové náklady o instalační náklady. Zároveň se nám zvýší kapitál, a to je z pohledu budoucích investic příznivé pro instalační náklady, které se relativně snižují. Toto relativní snížení instalačních nákladů lze matematicky vyjádřit jako derivace funkce instalačních nákladů podle  $(K_{t+1})$ , pokud ji posuneme o jednu iteraci dopředu:

$$\left( \frac{\chi}{2} \frac{I_{t+1}^2}{K_t + 1} \right) \equiv \left( \frac{\chi}{2} \frac{(K_{t+2} - K_{t+1})^2}{K_{t+1}^2} \right)$$

Ve výsledku je celkový očekávaný přínos k zisku (hodnotě firmy) z budoucího pohledu  $(t+1)$  vyjádřen následujícím součtem:

$$E_t \left[ p_{t+1} A_{t+1} F_K(K_{t+1}, L_{t+1}) + \frac{\chi}{2} \frac{I_{t+1}^2}{K_t + 1} + q_{t+1} \right]$$

Společnost nebudeme mít dostatečný důvod k investici ani divestici, za předpokladu, že současné náklady na dodatečnou jednotku zásoby kapitálu se vyrovnají se současnou hodnotou očekávaného příjmu z dodatečné jednotky kapitálu v budoucím období  $(t+1)$ . Tento vztah nám vyjadřuje Eulerova rovnice pro investice do fyzického kapitálu:

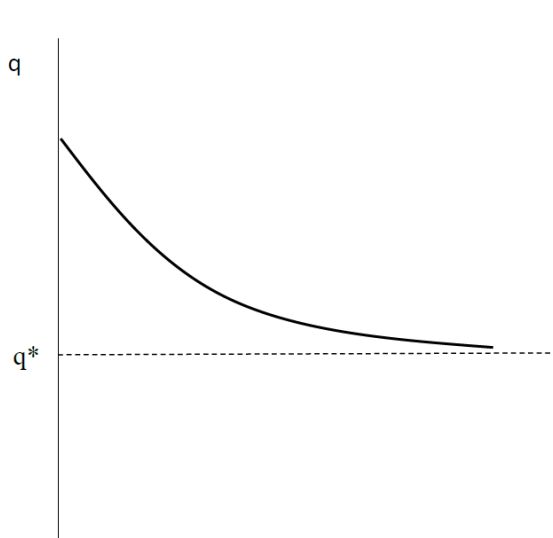
$$q_t + \chi \frac{I_t}{K_t} = E_t \left[ \frac{p_{t+1} A_{t+1} F_K(K_{t+1}, L_{t+1}) + \frac{\chi}{2} \frac{I_{t+1}^2}{K_{t+1}^2} + q_{t+1}}{1 + r} \right]$$

Nyní si popíšeme, co se stane, pokud dojde ke změně ekonomických podmínek. V našem případě budeme uvažovat pokles úrokové míry ( $r$ ), tedy výnosnosti, se kterou provádíme peněžní transakce v čase.

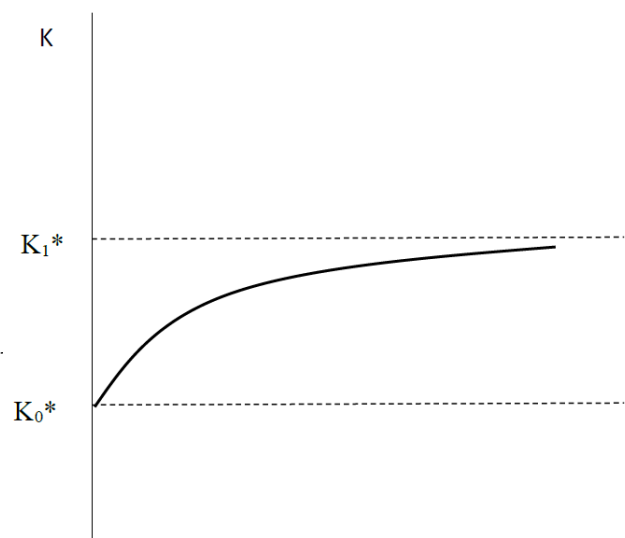
Snížení úrokové míry vyvolá efekt zvýšení současné očekávané hodnoty příspěvku k zisku, resp. hodnoty firmy. Společnost tak má dostatečné podnícení k dalším investicím do fyzického kapitálu. Z teorie už víme, že celý proces investice je dlouhý časový proces, v našich okolnostech jedno období ( $t$ ). Nejprve se projeví růst ceny kapitálu ( $q$ ) a na to se až zvýší poptávka po fyzickém kapitálu. Tím už se zvýší náklady na investiční proces. Zásoba kapitálu nám bude růst v závislosti na vyšší očekávané ziskovost fyzického kapitálu. Společnosti tak budou investovat stále víc a porostou jim jejich očekávané příjmy, které plynou z dodatečné produkce z relativně nižších instalačních nákladů. Zároveň se očekávané vyšší budoucí zisky mohou odrazit do očekávané budoucí vyšší ceny kapitálu, což nám opět zvýší očekávaný pozitivní příspěvek dodatečných investic k hodnotě společnosti.

Na druhé straně je jasné, že tento proces se nemůže opakovat do nekonečna. Očekávaná vyšší cena kapitálu v čase ( $t+1$ ) totiž vyvolá vyšší očekávané náklady na dodatečné jednotky fyzického kapitálu, pokud bychom investovali dále. Současně další investice do fyzického kapitálu budou vyvolávat stále větší náklady spojené s instalací nových investic, kvůli kvadratickému průběhu funkce instalačních nákladů. Jádrem problému, které ale bude mít hlavní, negativní, dopad na neustálé investování je to, že mezní produkt kapitálu je klesající. Jak jsme již vysvětlili dříve, s každou dodatečnou jednotkou fyzického kapitálu se zvýší celkové příjmy ale pouze však o menší část než s předešlou jednotkou. Celou situaci si můžeme lehce ukázat na dvou grafech:

### Vývoj ceny kapitálu v Tobinově modelu    Vývoj zásoby kapitálu v Tobinově modelu



Graf 3 – vývoj ceny kapitálu v Tobinově modelu (zdroj: Vít Pošta, Makroekonomie – studijní materiál, 2017)



Graf 2 – vývoj zásoby kapitálu v Tobinově modelu (zdroj: Vít Pošta, Makroekonomie – studijní materiál, 2017)

První graf číslo 3 znázorňuje vývoj ceny kapitálu v Tobinově modelu. Vyjadřuje reakci ceny kapitálu v průběhu času investování na růst poptávky po fyzickém kapitálu v případě poklesu úrokové míry. Je jasně vidět, jak poptávka po fyzickém kapitálu postupně klesá, hlavně z důvodu klesajícího mezního produktu kapitálu. Cena se tak postupně vrací do rovnovážného stavu  $q^*$ .

Na druhém grafu číslo 2 je zobrazen vývoj zásoby kapitálu v Tobinově modelu. V předpokladu poklesu úrokové míry společnosti pracují s více kapitálem  $K_1$  než je tomu před samotným poklesem úrokové míry. Tím pádem museli investovat něco navíc. Do hodnoty  $K_1$  z  $K_0$  se proto dostanou postupným přizpůsobením v průběhu času.

Existují i jiné prvky než úroková míra, které působí na změnu Tobinova  $q$ . Jedná se například o růst optimismu společností, kdy je např. překonána recese. Nebo zvýšení produktivity kapitálu. Na druhé straně k tomu, aby byly firmy nuceny divestovat je potřeba růstu úrokové míry nebo poklesu vyhlídek firem na budoucí zisky, či poklesu produktivity kapitálu.

Na závěr analýzy uvedeme postupnou algebraickou úpravu Eulerovy rovnice:

$$q_t K_{t+1} = E_t \left[ \frac{p_{t+1} A_{t+1} F_K(K_{t+1}, L_{t+1}) + \frac{\chi}{2} \frac{I_{t+1}^2}{K_{t+1}^2} + q_{t+1}}{1+r} \right]$$

Kde výraz na pravé straně se rovná hodnotě firmy. Pomocí substituce napíše ukazatel ( $V_t$ ) a dostaneme výraz:

$$q_t K_{t+1} = V_t$$

Díky tomuto vztahu lze cenu kapitálu ( $q$ ) vyjádřit jako průměrnou hodnotu jedné jednotky fyzického kapitálu. Neboli jaká hodnota firmy připadá na jednu jednotku fyzického kapitálu. Jsme-li v rovnovážném stavu, platí, že hodnota fyzického kapitálu a hodnota společnosti se rovnají a představují jednu a tu samou veličinu. Hodnota společnosti připadající na jednotku fyzického kapitálu se rovná jedné, a to samé platí s cenou kapitálu. Tuto rovnost dále pozorujeme i ve stálém stavu, kdy se nacházíme v jednom čase a tím pádem nám odpadá nejistota spojená s rizikem. Když pracujeme pouze s jedním časem, není problém odebrat indexové časové ukazatele ( $t$ ). Dostaneme proto výraz:

$$q + \chi \frac{K - K}{K} = \frac{p A F_K(K, L) + \frac{\chi}{2} \frac{I^2}{K^2} + q}{1+r}$$

Odebráním indexu času rovnice ztrácí investiční smysl, neboť investice jsou ve stálém stavu neustále nulové. Jestliže máme nulové investice i nejistotu, tak všechna výnosnost aktiv musí být stejná, což přinese fakt, že příjem z mezního produktu kapitálu ( $pAF_K(K,L)$ ) se musí rovnat úrokové míře a tím je cena kapitálu ( $q$ ) vždy o velikosti 1.

$$q = \frac{pAF_K(K,L)}{r}$$

Ukazatel ceny kapitálu v tomto případě je již od začátku zmiňované Tobinovo  $q$ , které nám určuje, zdali firmy budou ochotny investovat či nikoli. Při hodnotě větší než jedna, budou společnosti cítit potřebu investovat. Naopak u hodnoty menší než jedna, firmy budou tíhnout k divestici, tedy začnou prodávat svůj majetek. Aby se hodnota  $q$  vůbec změnila, musí firma očekávat vyšší nebo nižší současnou hodnotu z dodatečných investic. A to se stane v případě, pokud se například změní úroková míry (míry výnosnosti), poptávka po produkci firmy nebo produktivita kapitálu. (Pošta, 2017)

# **PRAKTICKÁ ČÁST**



## 4 FINANČNÍ ANALÝZA

Na úvod praktické části bude rozebrána finanční analýza firmy Seznam.cz. Poslouží jako podklad pro další uvažování nad tím, zda bychom mohli vyvrátit či potvrdit teorie ohledně Tobinova  $q$  a s tím spojenou výnosnost. Následná analýza je prováděna proto, abychom se dozvěděli finanční stav firmy. Nepotřebuji znát všechny ukazatele, ale chceme se pouze dozvědět ty informace, které nám následně pomůžou k pochopení a vysvětlení dopadu na Tobinovo  $q$ . Proto je i zkrácená a není úplná. Firma Seznam.cz byla vybrána i s tím záměrem, neboť jsme hledali velice výnosnou firmu, a právě tato společnost tomu odpovídala a jen jsme si to potřebovali finanční analýzou ověřit.

### 4.1 Představení společnosti

Seznam.cz je akciová společnost, která se nachází na adrese Praha 5, Radlická 3294/10, 15000. IČO: 26168685



Obrázek 1 – logo společnosti Seznam.cz (zdroj: [https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/a/a2/Seznam\\_wordmark.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/a/a2/Seznam_wordmark.png))

#### 4.1.1 Předmět podnikání

Fulltextové vyhledávání na českém internetu. Hledání za pomoci katalogu firem, v prostředí map a vyhledávání zboží. Poskytování portálových služeb. Webové stránky zdarma. Zpravodajství, sport, programy kin, počasí, televizní programy, horoskopy. Pro volný čas nabízí – Seznam Chat (Lidé.cz), Spolužáci.cz apod. Dále také poskytují reklamní prostor na internetu.

Česká společnost, která nemá žádnou zahraniční účast. Na našem trhu působí úspěšně více jak 21 let. Nepatří mezi firmy, které vyrábí sortiment, ale vydělávají na poskytování služeb. Pro lidi je to hlavně vyhledávač, který následně poskytuje užitečné informace. Pro podnikatele slouží jako reklamní nástroj, díky kterému dostanou reklamu k těm, které je zajímá. A v neposlední řadě i pro vydavatele je Seznam.cz cestou, jak oslovit více publika a monetizovat tak jejich obsah na základě největšího českého média. (Seznam.cz)

#### 4.1.2 Historie společnosti

Společnost byla založena roku 1996 a úvodní investice vlastníka Iva Lukačoviče byla 50 000,- Kč. Postupně si rok od roku začala na české scéně vydobývat pevnou pozici mezi konkurencí (Atlas.cz, Search.cz). Společnost od začátku své existence průběžně

investuje z vytvořených prostředků do dalšího rozvoje firmy a její stabilizace. Od začátku svého působení bych mohl jmenovat desítky domén, které odkoupila a které i sama vymyslela a nadále rozvíjí nebo čím vším si firma prošla. Podívejme se ale jen na důležité milníky, hlavně z finančně-investičního pohledu.

Rok 2000 byl pro firmu zlomový. Stává se právním subjektem na českém trhu. A 30% podíl společnosti získává švédská investiční firma Spray Ventures. Hlavním důvodem prodeje části firmy bylo prý know-how, neboť odkupující firma měla v evropských zemích již bohaté zkušenosti s jinými internetovými zdroji. V roce 2007 Seznam.cz, a.s. majetkově vstoupil do Global Inspiration, s.r.o., vlastníka Stream.cz. a do roku 2008 vlastnil 50% podíl. Fúze byla ukončena v roce 2011, kdy se Stream.cz stal zcela plně součástí společnosti Seznam.cz. Další výjimečným milníkem byl rok 2016, kdy Ivo Lukačovič odkoupil zpět 30% podíl od Tiger Holding Four, a tak opět po šestnácti letech vlastnil 100% své firmy.

Během svého působení získal český server desítky ocenění. S růstem a slávou firmy vznikala také její společenská odpovědnost. Se stálými a stabilními partnery podporují a rozvíjí hodnoty, které nás se společnostmi sbližují. Zakládají a otvírají charitativní akce, nadace, inovace a jiné zajímavé prospěšné nápady. (Seznam.cz)

### 4.1.3 Velikost společnosti

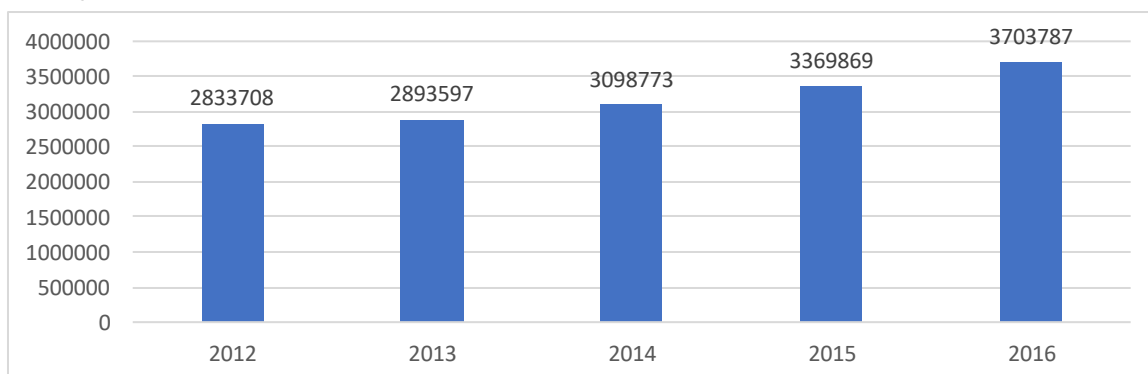
#### Počet zaměstnanců

Společnost udává, že by měla zaměstnávat v průměru 1 342 zaměstnanců k roku 2016. Jedná se o přepočtený počet zaměstnanců. Srovnáme-li to s rokem 2012, kdy to bylo rovných 1 000, jedná se o nárůst 342 zaměstnanců za posledních 5 let.

#### Obrat

Celkové tržby neboli obrat společnosti můžeme vyčíst z následujícího grafu. Vidíme, že od roku 2012 do roku 2016 tržby neustále rostly. Tzn. že i velikost firmy by se měla zvětšovat. Odpovídá tomu i předešlý odstavec, kdy firma neustále zaměstnává čím dál více zaměstnanců.

#### Tržby (v tis. Kč)



Graf 4 – tržby společnosti Seznam.cz (zdroj: vlastní)

### **Vlastnická struktura**

Jedná se o akciovou společnost, tedy druh korporace, kdy základní kapitál se skládá z akcií (cenných papírů). Akcionář neručí za závazky společnosti, ale jen riskují ztrátu hodnoty svých akcií. Velikost základního kapitálu zde činí částku 3 720 000,-Kč. Akcionáři, kteří se podílejí v dnešní době s více než 20 % na základním kapitálu jsou HELIFREAK LIMITED se 70 % a Seznam.cz, a.s. s 30 %. Akcie mají listinnou podobu a jejich forma je na jméno. A jedině představenstvo společnosti má pravomoc k převodu akcií.

### **Orgány společnosti: (k 31.12.2016)**

#### **Představenstvo**

Předseda představenstva	– Ivo Lukačovič
Místopředsedové představenstva	– Ing. Pavel Zima a Ing. Tomáš Kapalín
Členové představenstva	– Petr Král a Ondřej Procházka

#### **Dozorčí rada**

Předseda dozorčí rady	– Peter Lukačovič
Členové dozorčí rady	– Štěpán Škrob, Vlastimil Pečínka, Michal Hesig, Linda Lukačovičová, Lenka Palvasová (Seznam.cz)

### **4.1.4 Popis odvětví**

Seznam.cz se řadí do ICT – informační a komunikační odvětví. Svými službami zasahuje všechny oblasti ekonomiky. Stále se rozrůstající síť internetového připojení přináší větší „spotřebu“ služeb firmy Seznam.cz. Nejvíce se soustředí na portálovou a informační činnost, jakožto jejich hlavní náplň. Dále se zabývá i mediální, komunikační či reklamní činností. V ČR se řadí s pětiprocentním podílem v ekonomice na nižší příčky zastoupení a patří tak spíše k méně významným odvětvím. Poslední dobou ale stále roste a zvyšuje svůj podíl.

#### **Obchodní partneři**

Mezi významné obchodní partnery společnosti patří například GroupM nebo Demagog.cz. Finančními partnery jsou banky jako Raiffeisenbank, Fio Bank nebo Air Bank, které poskytují peněžní podporu.

#### **Konkurence**

Na druhou stranu Seznam.cz má i mnoho konkurentů. Pokud se budeme zabývat pouze tuzemskými, zařadíme mezi ně hlavně Centrum.cz a Mafra.cz. I tak se jedná ale o zanedbatelné konkurenty, protože na celkovém podílu na českém trhu Seznam.cz tvoří podle jejich statistik 83 % a z pohledu mediálního si drží jasnou první pozici se 37 % oproti druhému iDnes.cz s 18 %. (Seznam.cz)

## 4.2 Aplikace nástrojů finanční analýzy

Na začátku této kapitoly je provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztrát společnosti Seznam.cz. Porovnááme období 5 let od roku 2012 do roku 2016. Bohužel momentálně neexistují aktuálnější data. Pro přehlednější úpravu jsou uvedeny pouze zkrácené účetní výkazy jen s nejdůležitějšími daty. Účetní výkazy se všemi daty jsou ovšem součástí přílohy na konci práce. Pro upřesnění uvádím, že všechny **následující hodnoty jsou v tisících Kč**, pokud tomu není napsáno jinak.

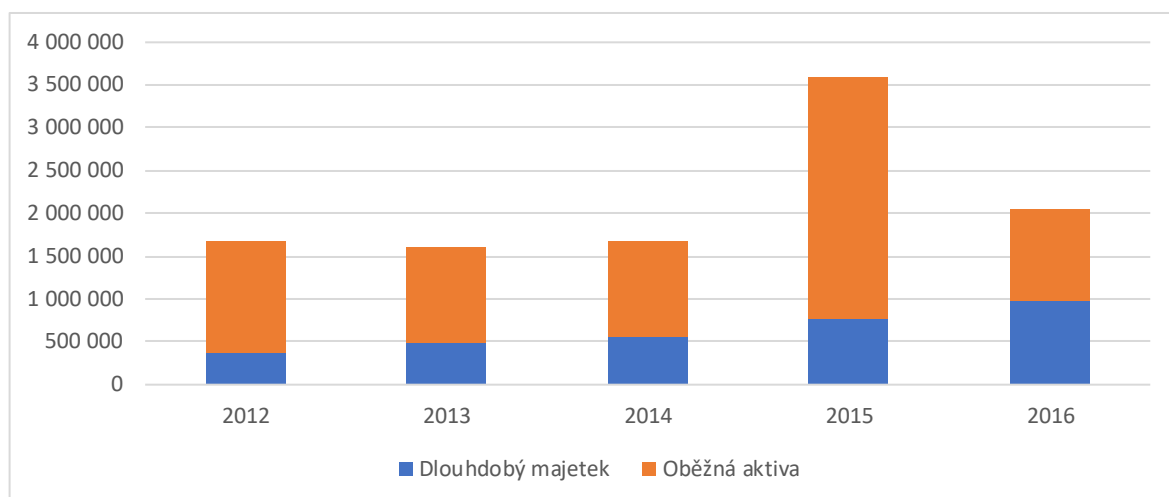
### 4.2.1 Horizontální a vertikální analýza

#### Zkrácená rozvaha firmy

<b>Aktiva Netto k 31.12. (v tis. Kč)</b>	2012	2013	2014	2015	2016
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 710 557</b>	<b>1 641 655</b>	<b>1 689 157</b>	<b>3 603 177</b>	<b>2 067 068</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>366 841</b>	<b>486 692</b>	<b>558 369</b>	<b>770 304</b>	<b>974 423</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	66 678	84 350	101 904	161 469	173 762
Dlouhodobý hmotný majetek	299 963	316 434	337 587	404 957	533 783
Dlouhodobý finanční majetek	200	85 908	118 878	203 878	266 878
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	200	400	33 370	118 370	181 370
Podíly - podstatný vliv	0	85 008	85 008	85 008	85 008
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 316 262</b>	<b>1 122 703</b>	<b>1 115 170</b>	<b>2 821 024</b>	<b>1 076 313</b>
Zásoby	0	12	3	4 448	2 829
Pohledávky	518 529	470 329	529 264	545 948	668 188
Dlouhodobé pohledávky	25 030	27 953	27 410	27 343	23 639
Krátkodobé pohledávky	493 499	442 376	501 854	518 605	644 549
Krátkodobý finanční majetek	49 836	2 000	2 400	847	138
Peněžní prostředky	747 897	650 362	583 503	2 269 781	405 158
<b>Časové rozlišení</b>	<b>27 454</b>	<b>32 260</b>	<b>15 618</b>	<b>11 849</b>	<b>16 332</b>
<b>Pasiva k 31.12. (v tis. Kč)</b>					
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>1 710 557</b>	<b>1 641 655</b>	<b>1 689 157</b>	<b>3 603 177</b>	<b>2 067 068</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>900 234</b>	<b>893 916</b>	<b>1 063 645</b>	<b>1 135 068</b>	<b>836 414</b>
Základní kapitál	3 720	3 720	3 720	3 720	-2 746 280
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	-2 750 000
Ážio	107 365	107 365	107 365	107 365	1 380 768
Fondy ze zisku	11 472	7 836	4 168	6 335	4 891
Výsledek hospodaření minulých let	2 000	-1 362	0	744	1 090 245
Nerozdělený zisk minulých let	2 000	0	0	744	1 090 245
Výsledek hospodaření běžného úč. obd.	775 677	776 357	948 392	1 016 904	1 106 790
<b>Cizí zdroje</b>	<b>434 256</b>	<b>381 899</b>	<b>399 020</b>	<b>2 279 567</b>	<b>1 064 154</b>
Rezervy	20 066	25 549	16 022	17 378	24 303
Závazky	414 190	356 350	382 998	2 262 189	1 039 851
Dlouhodobé závazky	5 888	7 365	9 805	318 788	176 290
Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	294 667	147 334
Krátkodobé závazky	408 302	348 985	373 193	1 943 401	863 561
<b>Časové rozlišení</b>	<b>376 067</b>	<b>365 840</b>	<b>226 492</b>	<b>188 542</b>	<b>166 500</b>

Tabulka 1 – zkrácená rozvaha firmy (zdroj: vlastní)

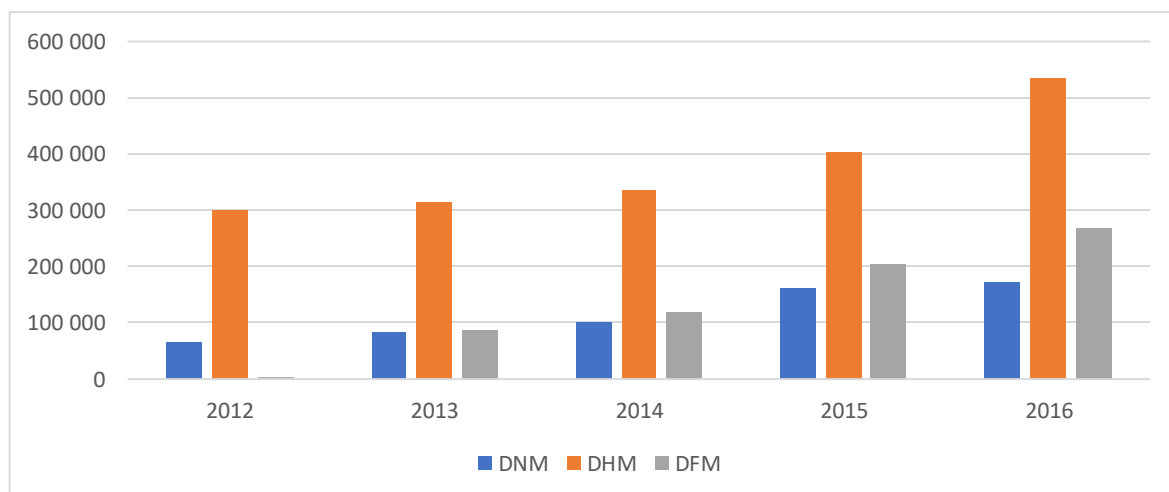
## Zastoupení dlouhodobého majetku a oběžných aktiv



Graf 5 – zastoupení dlouhodobého majetku a oběžných aktiv (zdroj: vlastní)

Graf číslo 5 nám vyjadřuje, v jakém poměru se nachází dlouhodobý majetek s oběžným majetkem. Pozorujeme, že od roku 2012 do roku 2016 se aktiva celkově zvedla. Za následek to má jednak stále se zvětšující dlouhodobý majetek, který firma nabývá, když se rozrůstá. Na druhé straně oběžná aktiva mají po celou dobu přiměřeně stejnou výši až na rok 2015, kdy dosáhly skoro až do trojnásobku předešlé hodnoty. A jelikož víme, že firma nepracuje s žádnými zásobami, tak se bude jednat o pohledávky nebo peněžní prostředky. Následující rok 2016 už se oběžná aktiva dostala zpět na svoji původní hodnotu.

## Zastoupení dlouhodobého majetku

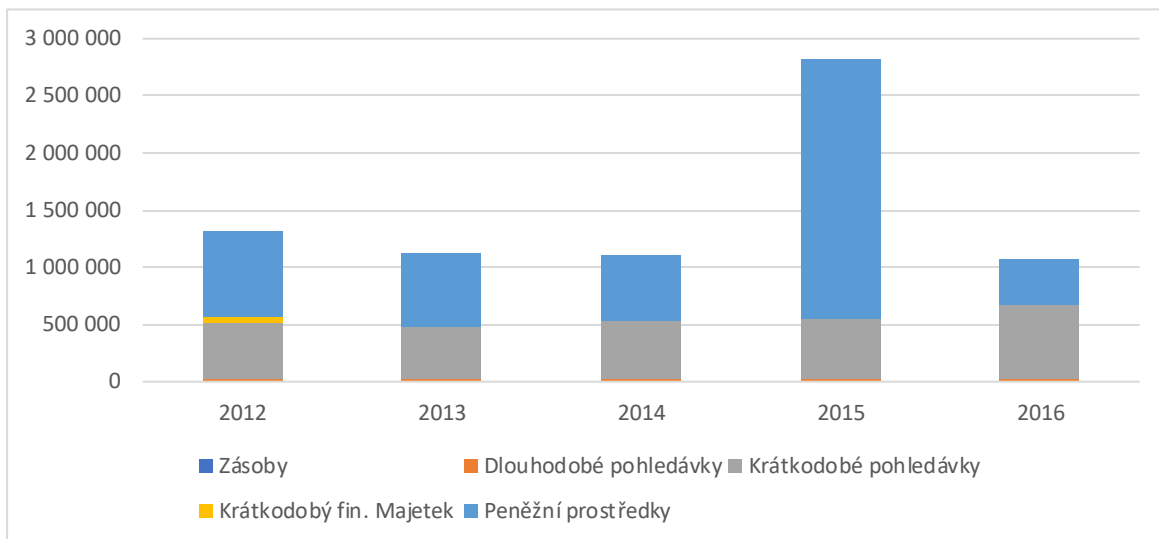


Graf 6 – zastoupení dlouhodobého majetku (zdroj: vlastní)

V grafu zastoupení dlouhodobého majetku nevidíme žádné velké výkyvy. Jejich celková hodnota nám stále roste. Největší podíl tvoří dlouhodobý hmotný majetek. Co je zajímavé, tak od roku 2013 se začal objevovat dlouhodobý finanční majetek a každoročně roste. Tudíž firma pravděpodobně začala nakupovat majetkové cenné papíry a majetkové podíly. Jedná se o dlouhodobou investici do akcií a podílů s podstatným

vlivem, kterou si firma může dovolit, pokud má dostatečné množství prostředků a chce se do budoucna zabezpečit.

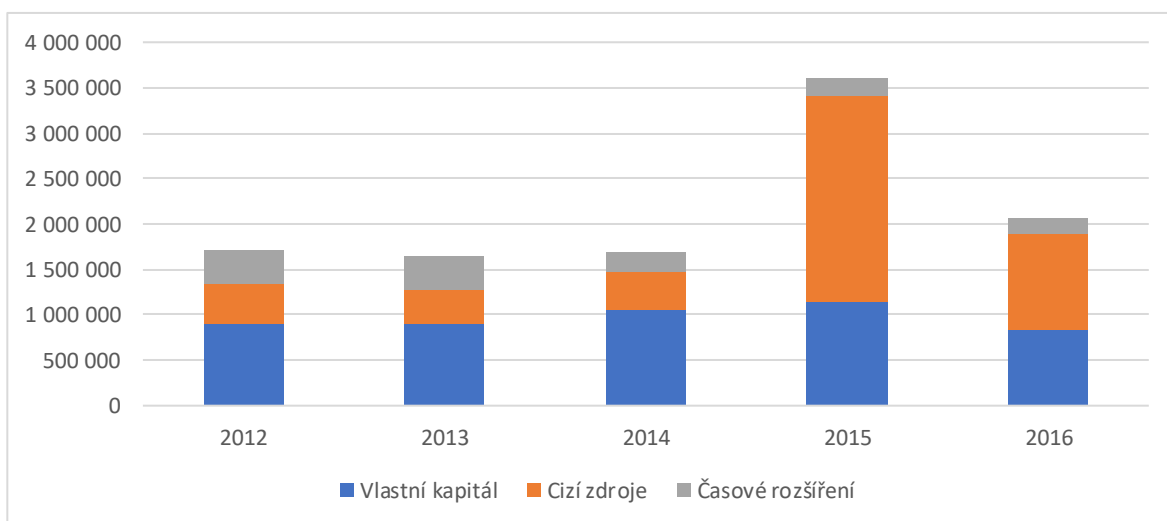
### Zastoupení oběžných aktiv



Graf 7 – zastoupení oběžných aktiv (zdroj: vlastní)

Ze skládaného sloupcového grafu číslo 7 vidíme, které položky obsahují oběžná aktiva. V našem případě můžeme říci, že se jedná pouze o dvě složky, neboť ostatní jsou zanedbatelně malé. Jedná se hlavně o krátkodobé pohledávky, které se opravdu nepatrně lehce zvyšují. Druhou složku tvoří peněžní prostředky. Právě v předešlém grafu číslo 5 jsme viděli, že OA nám v roce 2015 trojnásobně stoupla a tady vidíme, že za to mohli peníze a finanční prostředky na bankovních účtech. Mohlo se například jednat a půjčku, kterou následující rok využili k investicím, protože další rok už opět neměli k dispozici tak velké peněžní prostředky. Zda se jedná o vlastní peníze nebo cizí se dozvíme později při rozboru pasiv.

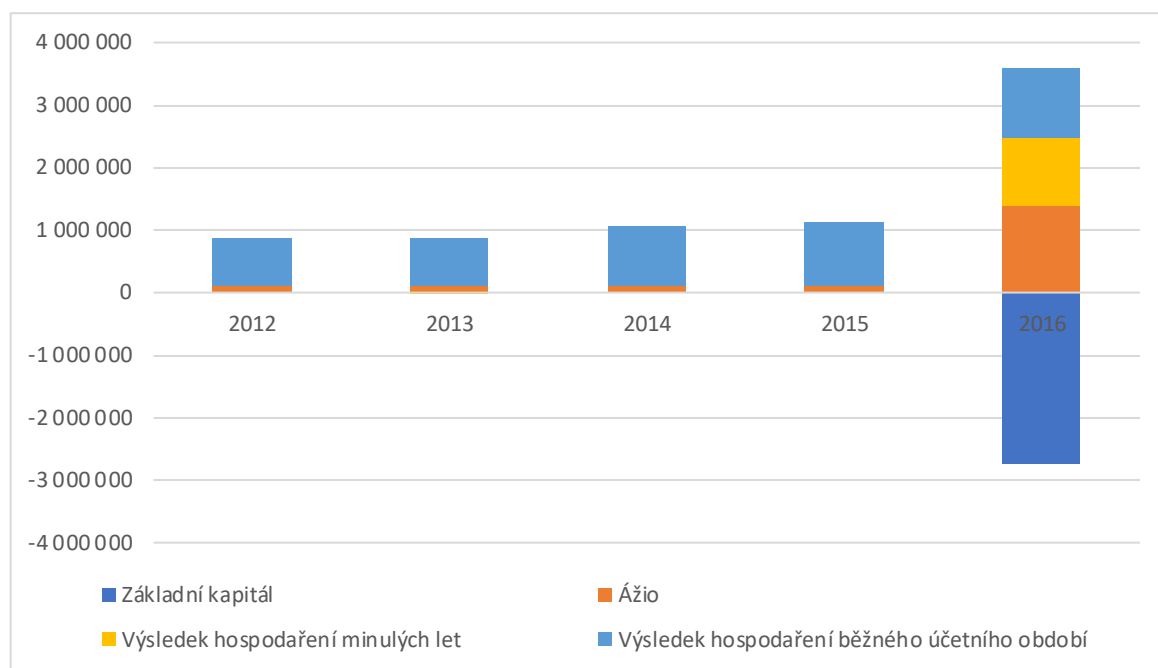
### Zastoupení celkových pasiv



Graf 8 – zastoupení celkových pasiv (zdroj: vlastní)

Z grafu číslo 8 můžeme vyvodit, jaký podíl na pasivech má vlastní kapitál, cizí zdroje a časové rozlišení. Největší podíl nám od roku 2012 do roku 2014 představuje vlastní kapitál. Následně už víme, že v roce 2015 firmě stoupla peněžní hotovost. To se odráží v pasivech v cizích zdrojích, které představují právě v tom roce největší zastoupení. Tedy firma si pravděpodobně vzala úvěr, který si sebou nadále nese i v roce 2016, jen už o něco menší – část splacena.

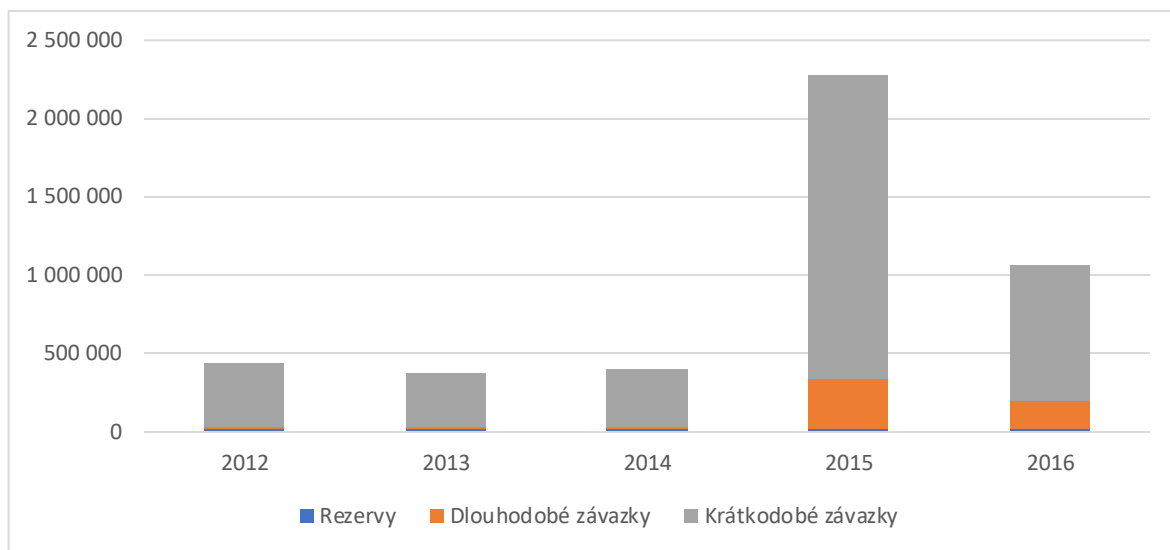
### Zastoupení vlastního kapitálu



Graf 9 – zastoupení vlastního kapitálu (zdroj: vlastní)

V grafu zastoupení vlastního kapitálu od roku 2012 do roku 2015 nevyčteme žádné zajímavé informace. Po celou dobu představuje většinový podíl vlastního kapitálu především výsledek hospodaření běžného účetního období. Až na rok 2016, který se odlišuje. Výsledek hospodaření běžného účetního období zůstává stejný, ale k tomu se zde objevuje Ážio ve výši cca 1,4 miliardy. To poskytl akcionář HELIFREAK LIMITED příplatek mimo základní kapitál. Dále také vzrostl výsledek hospodaření minulých let na přibližně 1 miliardu, neboť nebyl rozdělen. A v neposlední řadě základní kapitál klesl o 2,5 miliardy. To byl důsledek převodu vlastních akcií. Seznam.cz totiž uzavřel smlouvu s Tiger Holding Four a převedl jejich 30 % akcií zpět na sebe. Valná hromada následně schválila nabytí a tím došlo ke snížení základního kapitálu.

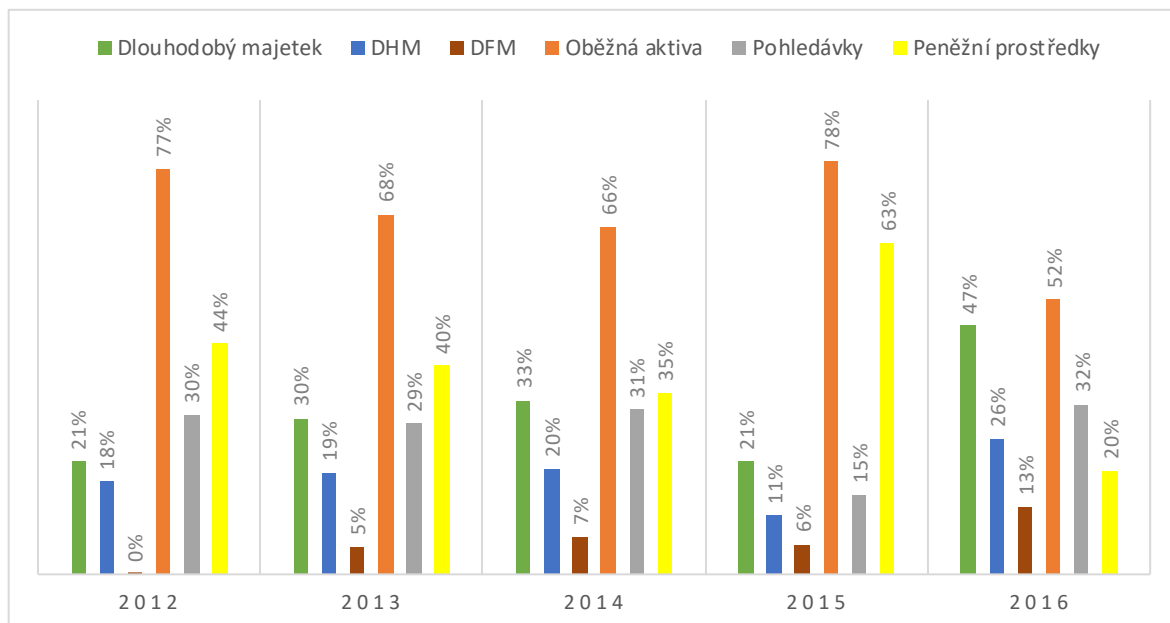
## Zastoupení cizích zdrojů



Graf 10 – zastoupení cizích zdrojů (zdroj: vlastní)

Mezi poslední horizontální analýzu rozvahy zařadíme zastoupení cizích zdrojů. Firma nemá žádné rezervy. Do roku 2015 nemá ani dlouhodobé závazky, kdy si vzala úvěr od Raiffeisenbank. Téhož roku jí vzrostly i krátkodobé závazky, neboť víme, že akcionář HELIFREAK LIMITED poskytl zápůjčku, která se nám zde promítla jako krátkodobý závazek ke společníkovi.

## Složení celkových aktiv



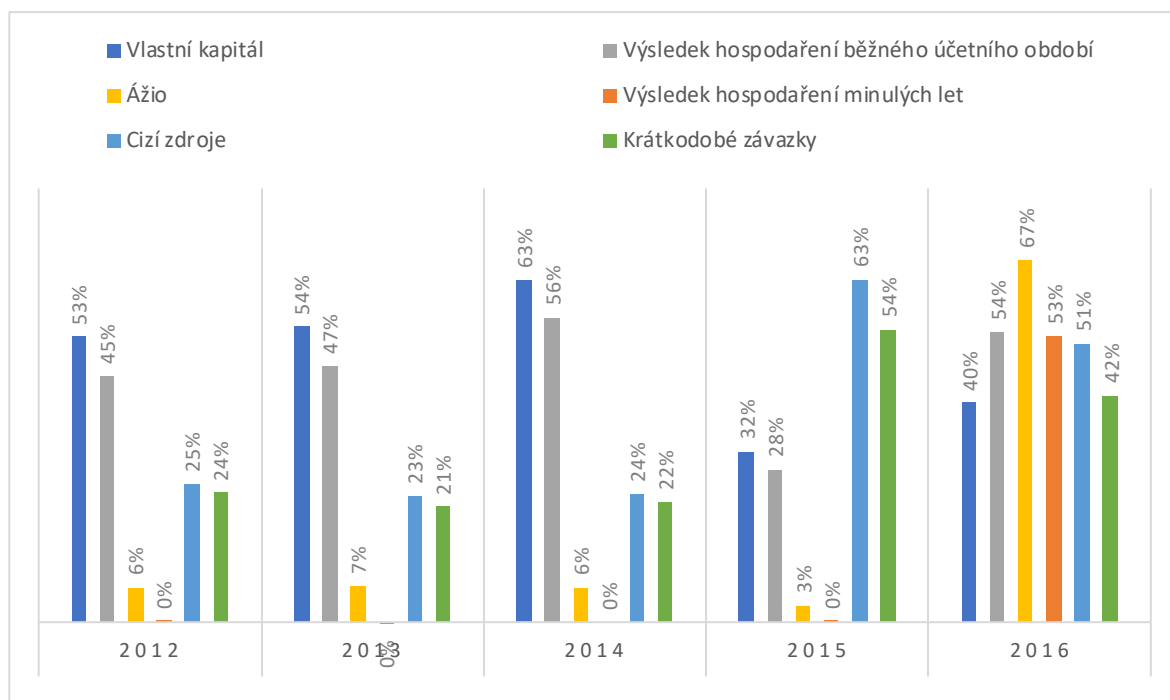
Graf 11 – složení celkových aktiv (zdroj: vlastní)

Při vertikální analýze z grafu číslo 11 vidíme složení celkových aktiv. Po celou dobu zkoumaného období největší část aktiv zabírají oběžná aktiva. Pohybují se od 52 % až do 78 %. Ty se rozkládají na pohledávky, které tvoří z celkových aktiv průměrně 30 % a peněžní prostředky, které se pohybují v rozmezí 20 % až 63 %. Peněžní prostředky



nejvyšší hodnoty dosahují v roce 2015, neboť už víme, že firma obdržela půjčku od akcionáře a také si vzala úvěr od banky. Na druhé straně dlouhodobý majetek nám rok od roku tvoří větší podíl, protože roste jak dlouhodobý hmotný majetek, tak i dlouhodobý finanční majetek. Samozřejmě s tím rozdílem, že v roce 2015 netvoří tak značnou část, kvůli půjčeným peněžním prostředkům.

### Složení celkových pasiv



Graf 12 – složení celkových pasiv (zdroj: vlastní)

Z grafu číslo 12 zjistíme, jaké složky mají největší zastoupení u pasiv. Firma od roku 2012 do roku 2014 drží konstantní složení. Jen lehce se navyšuje podíl vlastního kapitálu, což má za příčinu výsledek hospodaření běžného účetního období. Zlomový rok je ale 2015, kdy firma disponuje 63% podílem cizích zdrojů, z již známých důvodů – půjčka. Tím nám klesl podíl vlastního kapitálu. Situace se pomalu začíná stabilizovat v následujícím roce 2016, kdy společnost splatila část půjčky a zadržela výsledek hospodaření minulých let a zároveň bylo navýšeno Ážio jako příplatek mimo základní kapitál – kapitálový fond.

## Vybrané položky výkazu zisku a ztrát

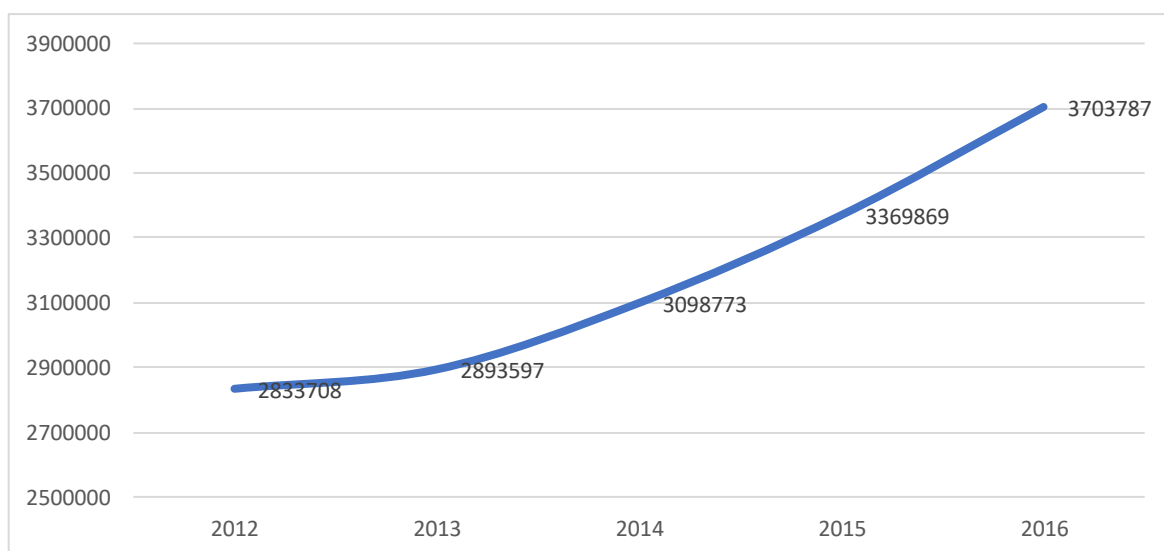
Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby z prodeje výrobků a služeb	2 833 708	2 893 597	3 098 773	3 369 869	3 703 787
Výkonová spotřeba	901 874	854 511	920 257	1 016 286	1 080 606
Provozní výsledek hospodaření	942 936	929 048	1 123 738	1 240 579	1 343 052
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	189 594	67 732	12 160	17 112	13 440
Finanční výsledek hospodaření	3 894	2 564	12 366	9 919	5 305
Výsledek hospodaření před zdaněním	946 830	931 612	1 136 104	1 250 498	1 348 357
Daň z příjmů za běžnou činnost	171 194	155 255	187 712	233 594	241 567
Výsledek hospodaření po zdanění	775 636	776 357	948 392	1 016 904	1 106 790
Výsledek hospodaření za účetní období	775 636	776 357	948 392	1 016 904	1 106 790

Tabulka 2 – vybrané položky výkazu zisku a ztrát (zdroj: vlastní)

V tabulce číslo 2 najdeme vybrané položky výkazu zisku a ztrát, které jsou vykazovány k určitému datu a byly vyjmuty z výroční zprávy. Skládají se z výnosů, představujících peněžní částky, které firma získala během hospodářské činnosti a nákladů, jakožto peněžní částky pro získání výnosů, ke kterým nemuselo dojít ve stejném období. Rozdílem výnosů a nákladů dostaneme výsledek hospodaření.

Jednou z hlavních veličin VZZ je výsledek hospodaření, který je složen z nákladů a výnosů. Z tabulky vidíme, že v letech 2012 a 2013 se pohybuje výsledek hospodaření za účetní období na přiměřeně stejné výši kolem 776 milionu. Roku 2014 však došlo k nárůstu na 948 milionu a následující roky 2016 byl opět meziroční nárůst v řádech desítek milionu korun až na sumu 1 106 milionu.

## Vývoj tržeb

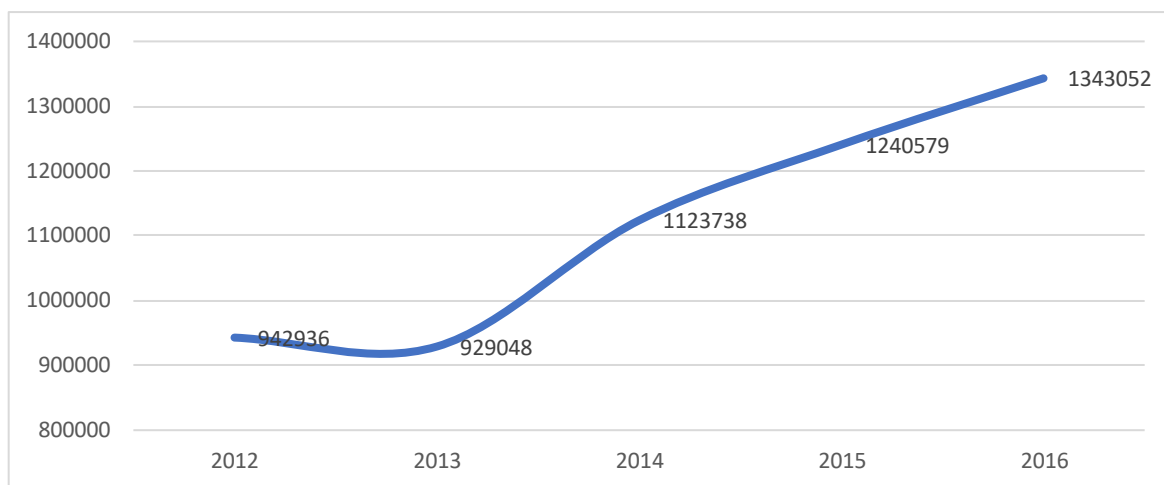


Graf 13 – vývoj tržeb (zdroj: vlastní)

Vývoj tržeb závisí u firmy Seznam.cz jenom na tržbách z prodeje výrobků a služeb. Tržby za prodej zboží jsou ve firmě zanedbatelné nebo nulové. Po celou analyzovanou dobu od roku 2012 do roku 2016 firma zvyšuje svoje tržby. V roce 2012 začínala na částce 2 833 milionu a v roce 2016 už dosahovala skoro o jednu miliardu větších

tržeb 3 703 milionu. Důvody tohoto růstu jsou pravděpodobně zvýšená poptávka po službách nebo investice v minulých letech, které teď přinášejí vysokou výnosnost.

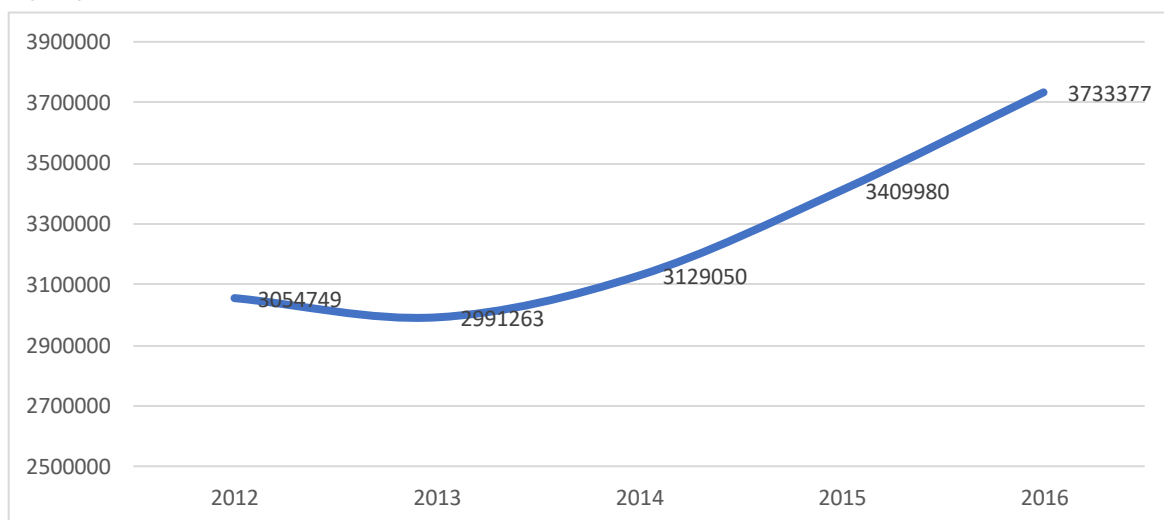
### Vývoj provozního výsledku hospodaření



Graf 14 – vývoj provozního výsledku hospodaření (zdroj: vlastní)

V grafu číslo 14 demonstrujeme vývoj provozního výsledku hospodaření. Nejnižší hodnotu najdeme v roce 2013, kdy dosahovala částky 929 milionu a znamenalo to pokles od roku 2012 o 13 milionu. Nejedná se o žádný zásadní propad, pravděpodobně to byl následek ekonomické krize v roce 2012 nebo firma mohla investovat do dalšího vývoje. Od roku 2013 šel ale provozní výsledek hospodaření rapidně nahoru a společnost vykazovala v roce 2016 výsledek 1 343 milionu, což je skoro o třetinu více než tři roky zpátky – 2013.

### Vývoj čistého obratu za účetní období

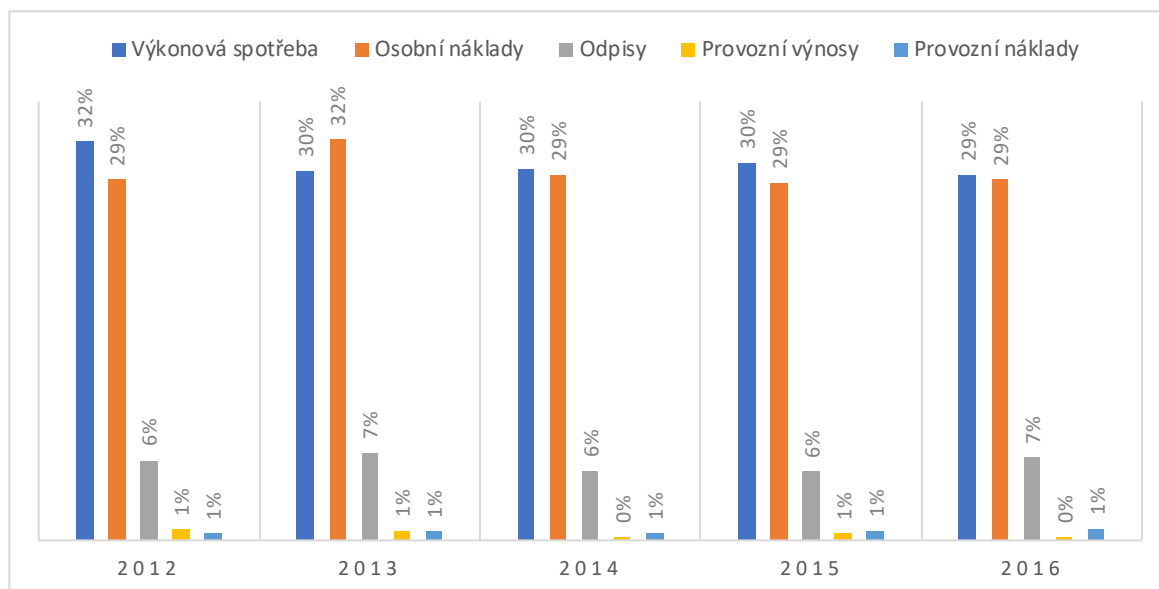


Graf 15 – vývoj čistého obratu za účetní období (zdroj: vlastní)

Jedná se o graf, kde popisujeme vývoj čistého obratu za účetní období. Graf představuje stejný průběh jako graf předešlý. Mezi lety 2012 a 2013 se jedná o mírný pokles ze 3 054 milionu na 2 991 milionu, který se mírně odráží na menším zisku. A od roku

2013 do roku 2016 drží stoupající tendenci a dosahuje až hodnoty 3 733 milionu. A pravděpodobně jak už jsme zmiňovali, jedná se hlavně o důsledek předešlých investic, které se nyní začínají projevovat a vracet.

### Podíl na tržbách



Graf 16 – podíl na tržbách (zdroj: vlastní)

Z vertikálního hlediska vyvodíme, jaké složky se podílí na tržbách firmy nejvíce. Lze vidět, že veškerý příjem společnosti je dán výkonovou spotřebou, cca 30 % za zkoumané období. Další složky, které přispívají tržbám jsou ještě odpisy s cca 6% zastoupením. Abychom získali celkový přehled, tak proti výnosům musím působit náklady. A právě osobní náklady zde hrají největší roli s cca 29 %. V jediném roce 2013 převyšují náklady výnosy, a proto firma, jak už jsme zjistili dříve, provozní výsledek hospodaření má nižší než rok předešlý. Ostatní složky jako provozní náklady a provozní výnosy jsou zanedbatelně malé a dosahují maximálně 1% zastoupení.

### 4.2.2 Bilanční pravidla

Zlaté	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobá aktiva	366841	486692	558369	770304	974423
Dlouhodobá pasiva	900234	893916	1063645	1135068	836414
Převis pasiv	533393	407224	505276	364764	-138009

Rizika	2012	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál	900234	893916	1063645	1135068	836414
Cizí kapitál	434256	381899	399020	2279567	1064154
Dlouhodobý cizí kapitál	5888	7365	9805	318788	176290

Pari	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý majetek	366841	486692	558369	770304	974423
Vlastní kapitál	900234	893916	1063645	1135068	836414

Růstové	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15
Růst tržeb	102 %	107 %	109 %	110 %
Růst investic	133 %	115 %	138 %	126 %

Tabulka 3 – tabulky bilančních pravidel (zdroj: vlastní)

Tabulky bilančních pravidel nám poskytnou rychlé porovnání struktur aktiva a pasiv. Těmito pravidly by se firma měla držet pro správné hospodaření.

U zlatého pravidla by měl dlouhodobý kapitál dosahovat větších hodnot než dlouhodobý majetek. V našem případě tomu tak je za první 4 roky. Tzn. že firma preferuje konzervativní financování – méně rizikové, ale drahé. Až poslední rok 2016 se začíná stávat rizikovější a firma začíná zavádět agresivnější financování.

Pravidlo vyrovnaní rizika splňuje podmínky, pokud je vlastního kapitálu více jak cizího kapitálu. U firmy Seznam.cz to platí jen za první tři roky, kdy firma nenese žádná rizika. To se mění v roce 2015, kdy víme, že si bere půjčku a úvěr a s tím musí přijít i riziko.

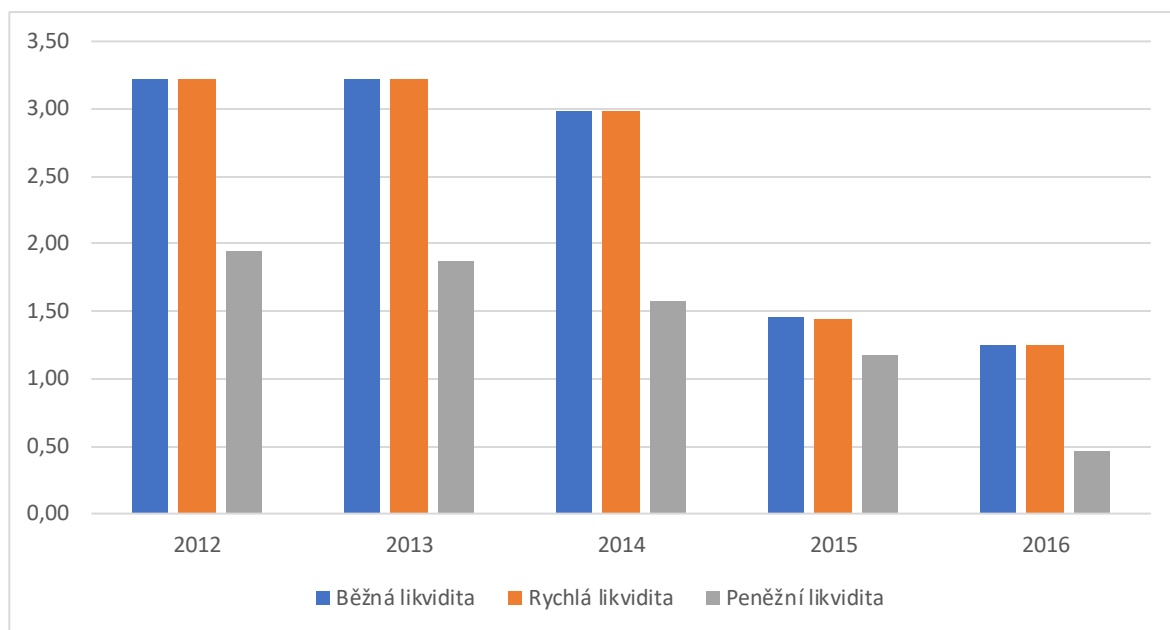
Při pohled na pari pravidlo už bohužel splňujeme podmínky pouze v posledním roce, tedy dlouhodobého majetku je více jak vlastního kapitálu. V ostatních letech firma nevytváří dostatečný prostor pro efektivní používání dlouhodobého kapitálu a tvoří se zde neefektivnost financování.

Poslední pravidlo je růstové. Za 5 přelomových období ale neplatí ani jednou, neboť růst investic je větší, jak růst tržeb. Je to náznak toho, že firma investuje rizikově a nečeká, až si jednou investicí vydělá na další, kterou by přispěla ke stabilizaci podniku.

### 4.2.3 Poměrové ukazatele

Finanční situace podniku se nejlépe specifikuje pomocí soustavy finančních ukazatelů, které musí být uspořádané a konstruované tak, aby odráželi všechny důležité finanční situace. K tomu se využívají poměrové ukazatele, mezi které patří i ukazatele rentability, tedy výnosnosti. My si tento ukazatel ale necháme na samotnou kapitulu níže, neboť je to rozsáhlé a v této práci hodně probírané téma. Na druhou stranu nebude potřeba uvádět, vzhledem k našemu zaměření práce, úplně všechny poměrové ukazatele. Proto budou uvedeny jen některé, které budou porovnány s rentabilitou.

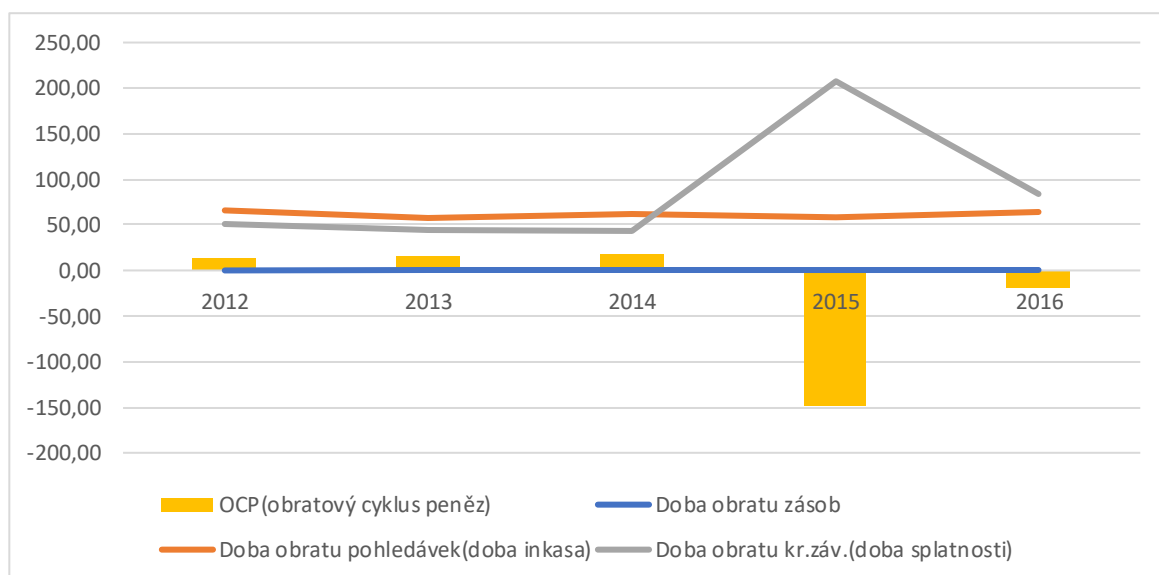
## Ukazatele likvidity



Graf 17 – ukazatele likvidity (zdroj: vlastní)

Vypovídající hodnoty ukazatelů likvidity nám říkají, že firma je schopna dostát svých závazků. Tedy mají dostatečné množství aktiv, která můžou včas přeměnit na peněžní prostředky. Těmi včas kryjí v požadované podobě veškeré splatné závazky. Všechny tři druhy (běžná, rychlá, peněžní) se přibližují doporučeným hodnotám a za první tři roky ji dokonce převyšují. Snížení likvidity je za poslední dva roky vyvoláno úvěrem a půjčkou, ale i tak je to stále hospodárně výhodné.

## Ukazatele aktivity



Graf 18 – ukazatele aktivity (zdroj: vlastní)

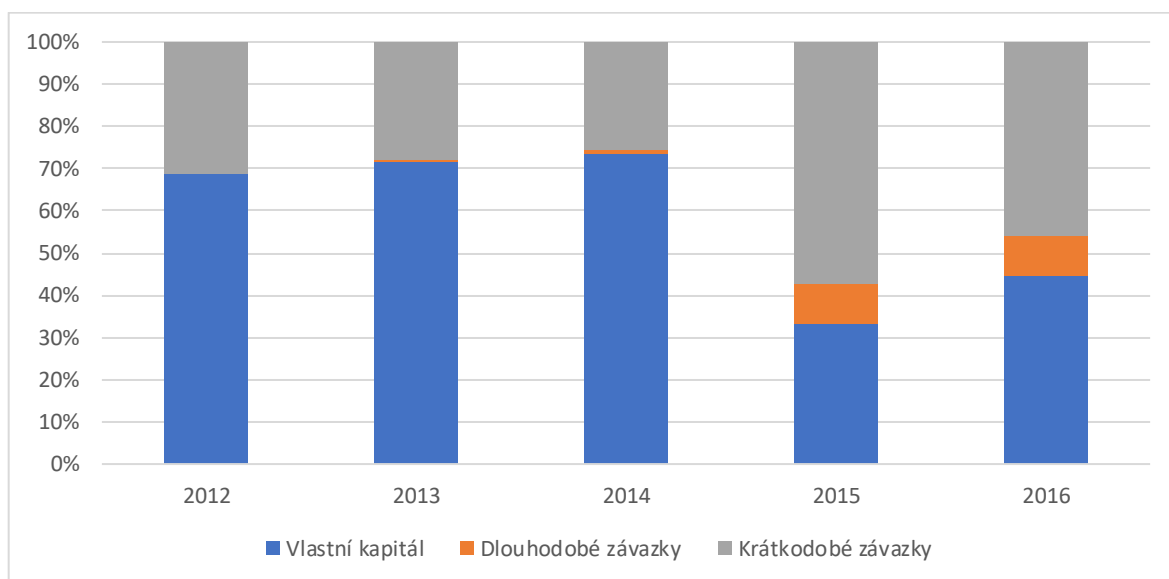
Zajímavý pohled na finanční stránku firmy nám přináší graf číslo 18. Nemyslíme tím dobu obratu zásob, neboť firma zásoby nemá, proto je doba nulová. Doba inkasa nám

také zůstává na konstantní výši cca 60 jednotek. Co se ale mění je doba splatnosti, která prudce vzrostla v roce 2015 až na hodnotu 207 jednotek. Faktury firmy jsou tedy uhrazovány mnohem později, než tomu bylo doposud. To se odráží na obrátovém cyklu peněz. Ten se běžně pohyboval na hranici 15 jednotek, ale v roce 2015 se dostal do záporných hodnot -150 jednotek. Jedná se o ojedinělé případy, které jsou specifické pro velké firmy, které si můžou diktovat svoje vlastní podmínky. Společnost totiž dodala svoje služby až potom, co už předtím dostali zapláceno. Nakonec obrát celkových aktiv je vyjádřením pro poměr tržeb ku aktivům. Firma dosahuje hodnoty přes 1,7 a můžeme konstatovat, že má velice dobrou schopnost obracet majetek. Na druhou stranu je to ale velice investičně náročné, což firma ale zvládá pokrýt.

### Ukazatele zadluženosti

Ukazatele	2012	2013	2014	2015	2016
Zadluženost	25 %	23 %	24 %	63 %	51 %
Dlouhodobá zadluženost	0 %	0 %	1 %	9 %	9 %
Úrokové krytí	Nekonečno	Nekonečno	Nekonečno	8123,60	298,61

Tabulka 4 – ukazatele zadluženosti (zdroj: vlastní)



Graf 19 – ukazatele zadluženosti (zdroj: vlastní)

Podíváme-li se na firmu po stránce zadluženosti, je patrné, že disponuje především svým vlastním kapitálem, hlavně za roky 2012 až 2014. Jedná se pouze o krátkodobé závazky, které pro firmu nejsou tak velkým zatížením jako ty dlouhodobé. Proto také celková zadluženost za první 3 roky není tak velká a pohybuje se kolem 24 % a úrokové krytí je zde nekonečné. To se mění v roce 2015, kdy firma zvýšila svoji celkovou zadluženost na 63 %. Jednak kvůli krátkodobé půjčce a jednak kvůli dlouhodobému úvěru, který tvořil 9% zadlužení. Tím se firma dostala do velkého zadlužení, ale naštěstí má dostatečně velký kapitál prostředků, kterým je schopna dostát svých závazků. O tom vypovídá i hodnota úrokového krytí, které je stále mnohonásobně vyšší, než optimální hodnota (3), a tak je schopna splácet úroky, aniž by se dostala do ztráty.

## Reinvestice

Ukazatele kap. trhu	2012	2013	2014	2015	2016
EAT	775636	776357	948392	1016904	1106790
Fondy ze zisku	11472	7836	4168	6335	4891
VH minulých let	2000	-1362	0	744	1090245
Vyplacený zisk	782634	778663	945481	-71153	X
Výplatní poměr	101 %	100 %	100 %	-7 %	X
Reinvestiční poměr	-1 %	0 %	0 %	107 %	X
Potenciál růstu g	-1 %	0 %	0 %	96 %	X
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	
Růst tržeb	102 %	107 %	109 %	110 %	X
Růst EAT	100 %	122 %	107 %	109 %	X

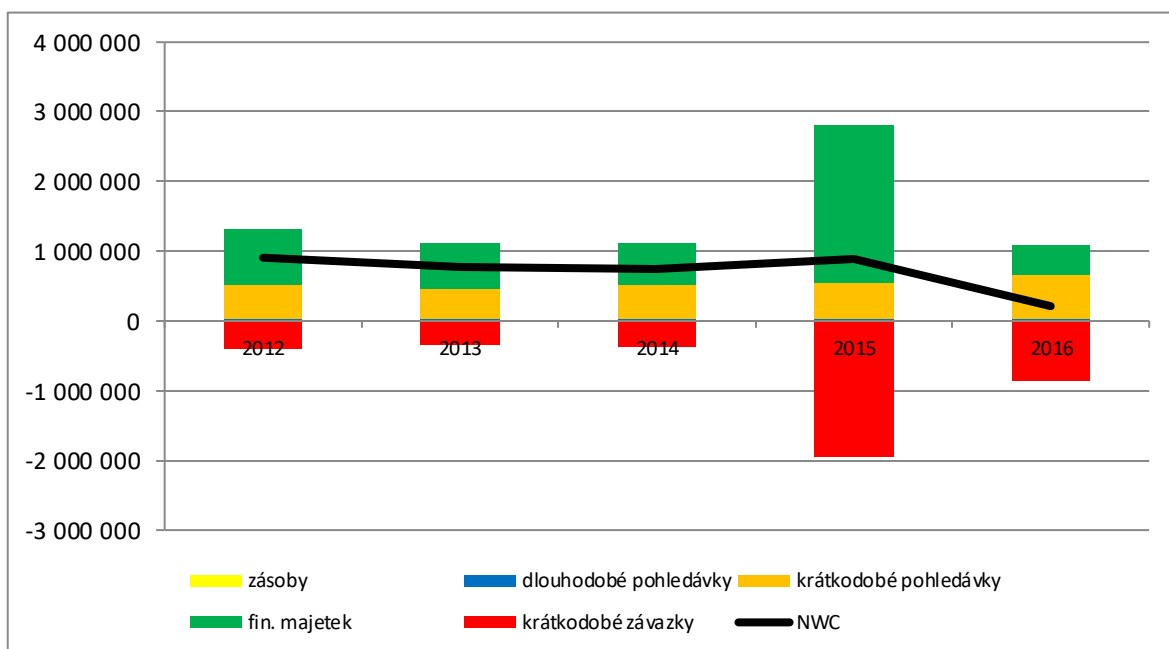
Tabulka 5 – ukazatele kapitálového trhu (zdroj: vlastní)

Reinvestice ukazují pohled na firmu pomocí poptávky a nabídky akcií. Vycházíme z EATu, fondů ze zisku a výsledku hospodaření minulých let. Díky tomu zjistíme, jaký je vyplacený zisk, který se od roku 2012 do roku 2014 zvýšil z částky 782 milionu na 945 milionu a následně v roce 2015 se naopak dostal do záporných hodnot -71 milionu. To se odráží na následujících ukazatelích, které vysvětlují proč tomu tak je. Výplatní (dividendový) poměr byl od roku 2012 do roku 2014 100 %. Akcionáři dostávali 100 % zisku. Změna nastala v roce 2015, kdy zisk nebyl vyplacen vlastníkům firmy a byl využit pro investiční činnosti podniku do dalšího rozvoje. Tím se zvedla i hodnota potenciálního růstu g na 96 %, který naznačuje, že by to mělo přispět ke zvětšení firmy stejně kvalitně, jako tomu bylo v minulém období s vlastním kapitálem.

Když se zaměříme na druhou část tabulky, přesněji na růst tržeb, tak po celé zkoumané období tržby neustále rostou. Jednoznačně je to dobré znamení. Firma prosperuje, zvětšuje se a má dostatek stálých i nových zákazníků. Pokud se jedná o EAT dosahuje také kladných hodnot. I když na přelomu roku 2012/2013 nebyl zaznamenán žádný propad ani nárůst zisku, následný přelom roku 2013/2014 byl zlepšením o 22 % a v následujících letech držel stále kladná čísla kolem 7 až 9 %.



## Pracovní kapitál



Graf 20 – pracovní kapitál (zdroj: vlastní)

Z dosavadní části finanční analýzy se zjistilo, že firma nemá žádné zásadní slabé stránky. Ať už se jedná o likviditu, tržby nebo výsledky hospodaření. Za další krok jsme vybrali analýzu pracovního kapitálu – NWC. Ten se v průběhu let 2012 až 2015 pohyboval stále v přiměřeně stejné hladině cca 800 milionu. K poklesu došlo až roku 2016, kdy spadl na hodnotu 212 milionu. Bylo to způsobeno pomalejším růstem oběžných aktiv než krátkodobých závazků, které se promítají záporně.

Také jsme se snažili odhadnout, jaké by bylo optimální množství potřebných NWC. Z již dříve vypočítaných údajů o obrátovém cyklu peněz známe jeho průběh, tedy hlavně, že za poslední dva roky klesal, až do záporných hodnot. To naznačuje správné hospodaření s oběžným majetkem, ale s velkým rizikem. Vynásobíme-li to ještě denními výdaji, dostáváme hledanou veličinu. Vypočítané výsledky potřebného NWC by prý měly být dokonce desetinásobně menší, než je firemní NWC.

Nakonec jsme ještě poměřil NWC s tržbami a celkovými aktivy. Podíl čistého pracovního kapitálu na aktivech představoval od roku 2012 do roku 2014 v průměru cca 48 %. Za rok 2015 už to bylo jen 24 % a v roce 2016 pouhých 10 %. Z ekonomického hlediska je to pro firmu přínosné, protože je vhodné držet tyto ukazatele co nejnižší. To samé platí o podílu NWC na tržbách. Dosahuje hodnot kolem 30 %, až na poslední rok 2016, kdy má pouhých 6 %.

Pokud nebudeme počítat s krátkodobým finančním majetkem, dostaneme se na nepeněžní pracovní kapitál. Z toho vyplývá, že nebudeme pracovat s finančním majetkem a ten v naší firmě zabírá značnou část majetku. Proto už je zřejmé, že vypočítané hodnoty NCWC nebudou dosahovat tak vysokých hodnot jako u NWC. Dokonce se v

období 2012 až 2014 poměry s aktivy a tržbami dostaly do doporučených hodnot kolem cca 5 %. Následně v roce 2015 zaznamenaly prudký nárůst na 40 % a vrátili se na -5 % v roce 2016.

## 4.2.4 Bankrotní modely

### Altmanovo Z-score

	2012	2013	2014	2015	2016
NWC/A	0,53	0,47	0,44	0,24	0,10
zadrž. zisky/A	0,01	0,00	0,00	0,00	0,53
ROA	0,66	0,69	0,78	0,40	0,77
VK/celkový kapitál	0,53	0,54	0,63	0,32	0,40
Obrat aktiv	1,66	1,76	1,84	0,94	1,79
<b>Z score</b>	<b>4,31</b>	<b>4,47</b>	<b>4,83</b>	<b>2,49</b>	<b>4,88</b>

Tabulka 6 – bankrotní model Altmanova Z-score (zdroj: vlastní)

K rychlému zhodnocení finanční stránky podniku je vhodné použít bankrotní modely. Ten první, který vychází z tabulky číslo 6 se nazývá Altmanovo Z-skóre. Je určen pro podniky, které jsou neobchodovatelné na kapitálovém trhu. Mezi ně patří právě Seznam.cz. Je-li hodnota Z-score vyšší než 2,7 znamená to, že firma je finančně zdravá a není ohrožena bankrotem a celkově je její finančně-ekonomická situace velice dobrá. To odpovídá pro všechny roky až na rok 2015, kdy se firma nachází v tzv. šedé zóně. To je oblast, kde se nedá jednoznačně určit, jak to s firmou vypadá. Jelikož je to ale těsně pod prosperující hodnotou a následující rok to opět vypadá pozitivně, jednalo se o chvilkový výkyv, který byl způsoben velkou půjčkou nebo malým obratem aktiv.

### Index IN05

	2012	2013	2014	2015	2016
Aktiva/cizí zdroje	3,94	4,30	4,23	1,58	1,94
Úrokové krytí	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
ROA	0,66	0,69	0,78	0,40	0,77
Výnosy/aktiva	1,79	1,82	1,85	0,95	1,81
Běžná likvidita	3,22	3,22	2,99	1,45	1,25
<b>IN05</b>	<b>4,16</b>	<b>4,32</b>	<b>4,66</b>	<b>2,49</b>	<b>4,17</b>

Tabulka 7 – bankrotní model Index IN05 (zdroj: vlastní)

Pro upřesnění jsme použili dva testy. Ten druhý se nazývá Index IN05 a je přizpůsoben na české podmínky a akceptuje i hledisko vlastníka. Jediný problém nastává, když firma má veliké úrokové krytí. V tom případě jsme museli upravit hodnoty na maximum - 9, což trochu zkreslí výsledek. Ten říká, že pokud máme hodnoty nad 1,6 firma tvoří hodnotu, prosperuje a nemusí očekávat žádný bankrot. U firmy Seznam.cz

tedy můžeme konstatovat, že po obou dvou testech má velice kladné hodnocení, prosperuje a tvoří zisk a není ohrožena bankrotem.

## 4.3 Výnosnost firmy

V poměrové finanční analýze jsme schválně nerozebírali rentabilní, výnosové a s tím spojené ukazatele. Věnujeme tomu samotnou kapitolu zde, jakožto hlavní a stěžejní část mé práce. Hlavním cílem zjišťování výnosnosti je to, jestli je podnik schopný z vloženého kapitálu dosáhnout na zisk a také, zdali má možnost vytvářet nové zdroje pro další rozvoj společnosti. Doposud provedená finanční analýza již naznačuje, že podnik nemá finanční problémy. Tomu by měla odpovídat a výnosnost firmy, která by měla dosahovat vysokých hodnot. Nabízí se proto otázka, je tomu tak?

### 4.3.1 Analýza ukazatelů rentability

#### Rentabilita vloženého kapitálu (ROI)

Ukazatel rentability vloženého kapitálu vyjadřuje, s jakou účinností má dopad celkový vložený kapitál do společnosti, bez ohledu na zdroji financování.

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
ROI	55 %	57 %	67 %	35 %	65 %

Tabulka 8 – ukazatel rentability vloženého kapitálu (zdroj: vlastní)

Rentabilita vloženého kapitálu v podniku během sledovaného období (2012-2016) dosáhla na nejvyšší hodnotu v roce 2014. Jednalo se o 67 %. Tato hodnota vypovídá o tom, že každá koruna celkových zdrojů přinesla podniku 67 haléřů čistého zisku. Podobně vysokou hodnotu můžeme najít v roce 2016. Na druhou stranu nejnižší hodnotu dosahovala firma v roce 2015, když v uvozovkách to bylo jen 35 %. Celkově to jsou ale velice vysoké hodnoty, které jen tak nějaká společnost nemůže dosahovat. Už jen první ukazatel rentability vloženého kapitálu naznačuje vysokou výnosnost i pro ostatní rentabilní ukazatele.

#### Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Měřením rentability vlastního kapitálu se dá vyjádřit výnosnost kapitálu vloženého vlastníky a investory firmy. Investoři tak můžou posoudit, jestli kapitál, který vložili, odpovídá riziku investice. Dosahované hodnoty rentability je nutné posuzovat v dlouhém časovém kontextu. Krátkodobě může dojít k výkyvům, které ještě nemusí znamenat nutné problémy. Jedná se například o vysoké investice do nových prostor nebo zavádění nových služeb a produktů na trh.

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	86 %	87 %	89 %	90 %	132 %

Tabulka 9 – ukazatel rentability vlastního kapitálu (zdroj: vlastní)

Rentabilita vlastního kapitálu společnosti Seznam.cz v účtovaném období dosahovala velice vysokých hodnot a stále rostla. V roce 2012 to bylo 86 % a na konci zkoumaného období v roce 2016 už to bylo 132 %. To vypovídá o tom, že za každou 1 Kč

vlastního kapitálu dosáhl podnik čistého zisku ve výši 1 Kč a 32 haléřů. Opět to vypovídá o velice dobré finanční situaci. A pro vlastníky a akcionáře je to základní ukazatel, zdali jim jejich kapitál přináší dostatečný výnos odpovídající velikost jejich investičního rizika.

### Rentabilita celkových aktiv (ROA)

Rentabilita celkových aktiv představuje velmi důležitý ukazatel, protože měří výkonnost podniku. Ukazatel zobrazuje, jestli podnik hospodaří efektivně se všemi svými vloženými prostředky do firmy. ROA by mělo převyšovat úrokovou míru při dlouhodobých úvěrech. Ten se může odlišovat v případě využívání různých vyjádření zisku. V našem případě, když používáme EBIT v čitateli, můžeme měřit výkonnost společnosti bez vlivu zadluženosti a daňového zatížení.

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	66 %	69 %	78 %	40 %	77 %

Tabulka 10 – ukazatel rentability celkových aktiv (zdroj: vlastní)

Rentabilita celkových aktiv za období 2012 až 2016 dosahovala největší hodnoty v roce 2014 a to 78 %. To dokazuje, že z každá 1 Kč celkového majetku podniku přinese čistý zisk 78 haléřů. Naopak na druhou stranu nejhůře na tom byl podnik v roce 2015, kdy se ROA rovnalo 40 %. Během sledovaných let podnik dokázal zhodnocovat svoje zdroje. Pro vlastníky podniku je to příznivé a do budoucna mají dobrý výhled, protože hospodaření s celkovými vloženými prostředky má stoupající tendenci.

Podle údajů zjištěných z výkazu zisků a ztrát je zřejmé, že je to způsobené především vysokými hodnotami ve výkonné spotřebě. Tam se hodnoty pohybují od roku 2012 do roku 2016 s rostoucí tendencí od 901 milionu do 1 080 milionu, která přispívá právě ukazateli ROA. Další položka, která ukazatel z části ovlivňuje, jsou odpisy k nehmotnému a hmotnému majetku, které se pohybují v rozmezí 180 milionu až 245 milionu.

### Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)

Rentabilita dlouhodobých zdrojů vyjadřuje míru výnosnosti kapitálu, který je do podniku investovaný dlouhodobě. Ukazatel nám vyjadřuje ziskovost vlastního kapitálu po připojení dlouhodobých cizích zdrojů. To jsou vlastně dlouhodobé závazky, které se dají vyčíst z rozvahy. V případě firmy Seznam.cz se jedná hlavně o roky 2015 a 2016, kdy dlouhodobé závazky dosahují výše 318 milionu a 176 milionu. Za první tři roky jsou totiž zanedbatelně malé.

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
ROCE	125 %	125 %	123 %	99 %	158 %

Tabulka 11 – ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů (zdroj: vlastní)

Rentabilita dlouhodobých zdrojů se za zkoumané období pohybuje nad 99 % a dosahuje až hodnoty 158 % v roce 2016. Naopak nejnižší hodnota 99 % je v roce 2015.

Nejvyšší vypočítaná hodnota nám říká, že za každou 1 Kč vložených dlouhodobých zdrojů připadlo podniku 1 Kč a 58 haléřů čistého zisku. Můžeme usoudit, že opět jsou to velice výnosná čísla, která si drží svojí vysokou hodnotu.

### Rentabilita tržeb (ROS)

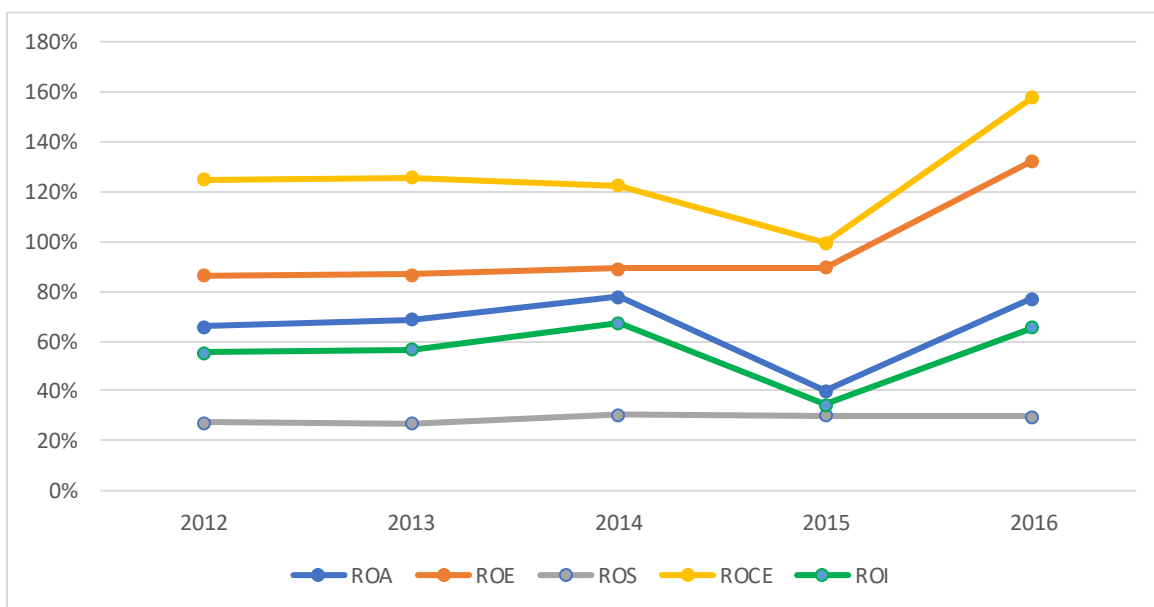
Rentabilita tržeb charakterizuje tržní úspěšnost podniku, respektive poměr výsledku hospodaření za účetní období a tržeb za prodej služeb v letech 2012 až 2016. A z výkazu zisku a ztrát již víme, že tržby měli ve společnosti Seznam.cz rostoucí tendenci. Od roku 2012 ze sumy 2 833 milionu vzrostly do roku 2016 na hodnotu 3 703 milionu.

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
ROS	27 %	27 %	31 %	30 %	30 %

Tabulka 12 – ukazatel rentability tržeb (zdroj: vlastní)

Rentabilita tržeb ve zkoumaném období dosahovala konstantních výsledků od 27 % do 31 %. Vypovídají o tom, že za každou 1 Kč tržeb dosáhl podnik v roce 2014 31 haléřů čistého zisku. Opět je to vysoce nad průměrem ostatních společností, které tyto hodnoty mívají v průměru kolem 10 %. Můžeme říci, že tyto vypočítané hodnoty vypovídají o velice dobrém hospodaření podniku a jen utvrzují předešlé rentabilní ukazatele. Společnost totiž pravděpodobně prodává svoje služby s vysokou marží a zároveň má malé provozní náklady. A tyto hodnoty se pak stávají velice lákavé pro potencionální investory.

### 4.3.2 Porovnání ukazatelů rentabilit



Graf 21 – ukazatele rentabilit (zdroj: vlastní)

Všechny rentabilní ukazatele dosahují vysokých hodnot. Jen v málokteré společnosti je možné dosáhnout tak vysoké rentability. Jedná se opravdu o hodně extrémní hod-

noty v porovnání s průměrnými výsledky jiných firem. Pro firmu Seznam.cz je to samozřejmě z ekonomického hlediska velice přínosné. Společnost dokázala za všech 5 let ke každé koruně vložené do podniku přidat zisk ve všech ukazatelích. Nejlepšího výsledku dosahovala v posledním zkoumaném roce 2016, kdy všechny ukazatele dosahují nejvyšších hodnot. Nejvíce konstantní je ukazatel ROS, které tvoří každoročně stále stejný zisk. A konstantně stoupající je i ukazatel ROE, který nezaznamenal žádný propad. Stále se ale jedná o statické hodnoty, které nepočítají s rizikem nebo faktorem času. I tak jsou ale hlavním ukazatelem, zdali mají potenciální investoři podpořit firmu a podílet se tak na jejím růstu.

### **4.3.3 Vztahy ostatních ukazatelů s rentabilitou**

Poměříme-li rentabilitu se zadlužeností, tak musíme vycházet z již provedené analýzy, zdali máme schopnost vydělat nakoupenými aktivy více, než činí úroky za půjčený kapitál. Se zadlužeností cca 24 % do roku 2014 si naše rentabilita držela také konstantní výsledky. Zlom nastal v roce 2015, kdy si firma půjčil kapitál a zvedla se její zadluženost na 63 %. Tím se prudce snížili ukazatele ROCE, ROI a ROA, které jsou závislé na cizím kapitálu a tím pádem na menším podílu vlastního kapitálu. Původní náznak působil negativně, ale z hlediska dlouhodobého má firma možnost efektivně pracovat s cizími zdroji a výnosnost do budoucna tím tak zvětšit.

V porovnání s likviditou by nám měla rentabilita také růst. Protože s nízkou likviditou jsou spojeny nízká oběžná aktiva a ty vyplývají z nízkých zásob, které firma má, respektive má zanedbatelně malé. To v součtu přispívá rentabilitě, které z malého množství majetku plynou větší výnosy.

Jako poslední porovnáme rentabilitu s ukazateli aktivity. Zde nalezneme propojení hlavně v roce 2015, kdy šla naše rentabilita dolů. To bylo spojeno s obratem aktiv, který také klesl, neboť s vysokým obratem aktiv by měla být spojena i vysoká výnosnost. Na druhou stranu se vyskytujeme v odvětví, které díky své vysoké ziskové marži má rentabilitu aktiv vysokou.

### **4.3.4 CAPM**

Capital asset pricing model využijeme k tomu, abychom zjistili diskontní míru, kterou bude představovat požadovaný výnos z finančního aktiva. V běžném světě se většinou používají jiné výpočty za pomoci dividend a cen akcií. Jelikož ale v České Republice je málo firem, ani Seznam.cz mezi ně nepatří, které se objevují na burze, tak neznáme jejich cenu akcií. Vycházíme ze všeobecně známých dat, která se opírají o bezrizikovou úrokovou míru, s kterou pracuje právě CAPM.

## CAPM model – výpočet

CAPM	2012	2013	2014	2015	2016
rf	1,92 %	2,20 %	0,67 %	0,49 %	0,53 %
rm-rf	7,08 %	6,05 %	6,80 %	7,36 %	6,69 %
Beta unl. software internet	1,12	1,02	1,27	1,34	1,15
beta levered	1,12	1,02	1,27	1,76	1,48
re	10 %	8 %	9 %	13 %	10 %

Tabulka 13 – CAPM model – výpočet (zdroj: vlastní)

Všechna použitá data byla vypočítána na základě všeobecně známých statistických hodnot, které jsou volně k dispozici. Výnosnost desetiletého státního dluhopisu jsme čerpali ze stránek českého statistického úřadu. Beta unlevered jsme našli na ekonomických statistických stránkách Damodaran.com. Zde jsme zařadili firmu do odvětví software internet, jakožto nejbližší možné odvětví, co bylo na výběr. Při výpočtu Beta levered byly použity pouze zpoplatněné cizí zdroje, čímž se nám výsledek více upřesní. V prvních třech letech firma žádnými nedisponovala, proto se Beta unlevered rovná Beta levered. Musíme ale stále brát na vědomí, že se nejedná o stoprocentně přesné výsledky, protože data jsou brána průměrně a nevztahují se přesně na naši firmu, ale všeobecně na firmy s podobným zaměřením.

Naše výsledky se pohybují v rozmezí 8 až 13 %. Nejvyššího bodu dosahujeme v roce 2015 a naopak nejnižšího v roce 2013. Dá se říci, že výsledky jsou přijatelné a neodchylují se od reálných hodnot. Díky těmto údajům budeme schopni dále pracovat například s ekonomicky přidanou hodnotou. Firma by také podle toho měla rozhodovat, zda bude přijímat investiční rozhodnutí či nikoliv. V zásadě se to porovnává s vnitřním výnosovým procentem a pokud je větší jak diskontní sazba, investice je přijatelná a výnosná.

### 4.3.5 Ekonomicky přidaná hodnota

Navazuje na předešlé odstavce, kde jsme zjišťovali požadovaný výnos z finančního aktiva a s ním spojenou diskontní míru. Využili jsme zároveň znalost čistého zisku firmy a jejího vlastního kapitálu k tomu, abychom dostali výsledek ekonomické přidané hodnoty.

Ekon. přid. hodnota	2012	2013	2014	2015	2016
EVA	686 967	701 527	849 409	863 948	1 019 399

Tabulka 14 – ekonomicky přidaná hodnota (zdroj: vlastní)

Společnost Seznam.cz po celé zkoumané období zvyšuje svojí ekonomicky přidanou hodnotu. V roce 2012 začínala na částce 686 milionu a v roce 2016 už je skoro na dvou třetinách, tedy na 1 019 milionech. Nejvyšší nárůst firma zaznamenala na přelomu roku 2015/2016. Jedná se o značně veliká čísla, kterých firma dosahuje. Zvyšuje tím každoročně svojí firemní hodnotu a je to kladný hospodářský ukazatel, který potvrzuje, že firma prosperuje.

## 5 TOBIN Q

Na začátek, než se pustíme k samotnému výpočtu Tobinova  $q$ , jsme museli zjistit dva základní ukazatele, díky kterým jsme schopni vypočítat výslednou hodnotu  $q$ . Hledané parametry jsou tržní hodnota firmy a její reprodukční náklady. Využijeme expertního odhadu, neboť doposud nemáme dostatek informací a zkušeností k tomu, abych následující výpočty a odhady provedli sami. Rozhodli jsme se proto, že požádáme náhodné investory, jestli nám pomůžou určit tržní hodnotu a reprodukční náklady společnosti Seznam.cz. Zároveň by to mohlo být i prospěšné pro nás samotné, neboť bychom mohli získat nové zkušenosti a kontakty v oboru.

### 5.1 Expertní odhad

Využili jsme proto expertního odhadu. Rozeslali jsme dvaceti náhodným investorům emaily s dotazem, zdali jsou ochotni nám pomoci odhadnout tržní hodnotu firmy a její reprodukční náklady, včetně všech jejich implicitních nákladů. Tři čtvrtiny respondentů ani nezareagovali s žádnou zpětnou vazbou. Čtyři z pěti odpovědí byly buď typu, že nemají momentálně dostatek času, nebo nejsou schopni správně vyhodnotit a odpovědět na moje požadavky. Se stejným dotazem jsme přišli i za společností Seznam.cz, která také nebyla nápomocná nám poskytnout tyto data a jen odpověděla, že společnost není na prodej.

Jediná investiční společnost CHARM & PARTNERS s.r.o. byla ochotná nám pomoc. Jedná se o firmu, která nabízí prodeje ready-made společností všeho druhu, a proto je schopna se v investičním směru pohybovat. Zaslali jsme jim proto naši doposud vytvořenou finanční analýzu, na jejímž základě odhadli tržní cenu kapitálu a reprodukční náklady. Navzájem jsme si vyměnili více emailů, ale jejich odpověď se zjištěnými daty byla následující:

*„Dobrý den,*

*po mnou provedené analýze/odhadu jsem došel k následujícím závěrům:*

*Tržní hodnotu společnosti Seznam.cz, a.s. bych odhadl zhruba na 8 miliard CZK s tím, že to může být plus mínus miliarda. Celkové reprodukční náklady včetně všech implicitních nákladů už nelze objektivně určit. Podle mého by se to mohlo pohybovat něco v rozmezí 4 až 6 miliard CZK. Berte ale v potaz, že se jedná pouze o můj osobní odhad a realita může být odlišná.*

*Firmu Seznam.cz bych pak dle mého názoru hodnotil jako jednu z nejlépe se rozvíjejících firem na české scéně. Bohužel si nemyslím, že by byla na prodej nebo by hledala nové investory. Sama investiční činnost provozuje. Je finančně soběstačná a Lukášovič si snad nedávno dovolil i odkoupit poslední podíl zpět. Určitě se najde na trhu*



*hodně investičních zájemců, ale musel byste mít velký kapitál, a i tak by to bylo asi nevýhodné.*

*Nicméně mne zajímá, proč jste si vybral takové téma, zda je s Vámi možná spolupráce i v jiných záležitostech. Kam máte zájem směřovat po škole? Pokud byste chtěl během nebo po studiu zkusit něco v našem oboru, dejte mi vědět a třeba bychom něco společně vymysleli. Šikovný člověk se zájmem o věc by se mi hodil.*

*S pozdravem Martin Chamr, CHAMR & PARTNERS s.r.o."*

## **5.2 Odborná studie**

Dále jsme našli marketingovo-finanční studii od společnost Ogilvy.cz, která se zabývá direct marketingem, kde vytváří online i offline vztahy mezi značkami a lidmi, a tím přináší klientům optimální strategická a kreativní řešení. Funguje na českém trhu už několik let, a ne nadarmo je agenturou roku 2013 a celkově nejocenenější agenturou a držitelem několika ocenění. Proto jsme usoudili, že je možné využít její odborné studie a zakomponovat ji do naší práce.

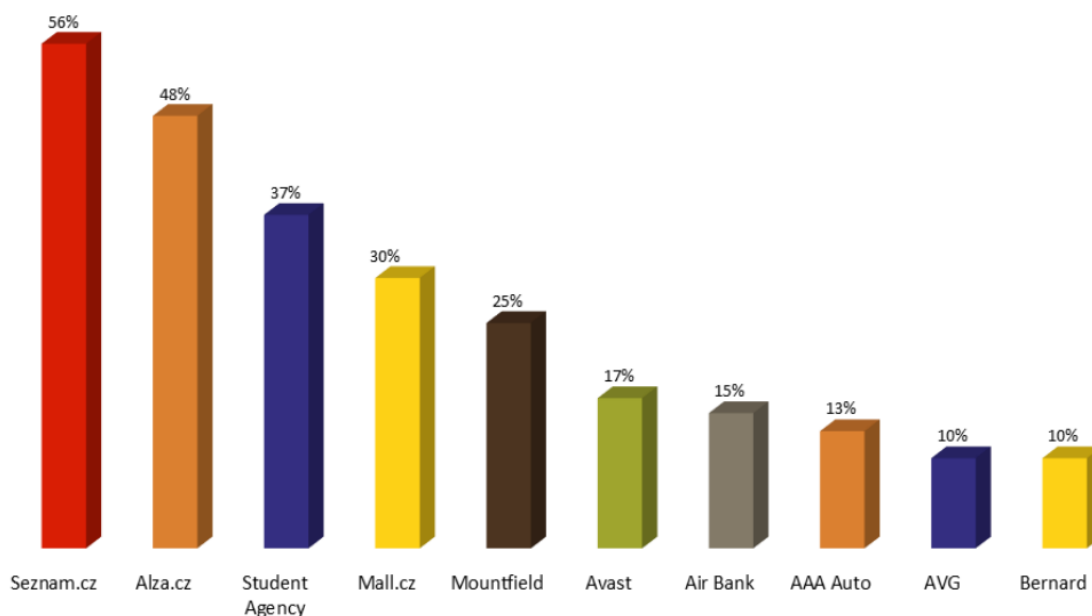
Článek s názvem „Nové české značky v roce 2016“ z roku 2016 pojednává o portálu Seznam.cz. Základní otázka studie byla, která z českých značek po roce 1989 je podle názoru marketingových odborníků ta nejúspěšnější, mající silný potenciál růstu do budoucna, nebo naopak jejíž pozice na trhu je potenciálně v ohrožení. Porovnávali velké firemní společnosti jako Alza.cz, Student Agency nebo PPF.

Více ale než polovina respondentů prý spontánně jmenovala právě portál Seznam.cz, jako nejúspěšnější českou značku po roce 1989. Na celkovém pořadí se zároveň ukázalo, že čeští manažeři smýšlejí globálně, za čímž můžeme vidět média internetu, určitý patriotismus a pozitivní vztah k českému kontextu. Firmy, co poskytují špičkový servis jsou velmi dobře oceňovány a jsou schopny konkurovat zahraničním značkám. Typickým příkladem je právě Seznam.cz, což je česká značka mající konkurenci jako Google nebo Yahoo. Uživatelé onu značku upřednostňují, a nejen proto, že je česká nebo první u nás, ale i kvůli zmíněné kvalitě, dynamičnosti nebo inovativnosti.

Respondenty studie zároveň požádali o vyčíslení tržní hodnoty firmy. Seznam patřil podle názoru respondentů k nejlepší značce s největší tržní hodnotou. Získal si tak 65 % z odpovědí. Ohodnotit značku Seznam.cz se odvážila necelá polovina z nich, a i tak byl jejich odhad velice různý. Uváděli se částky v rozmezí 2 až 8 miliard korun a nejčastější odpověď byla 4 miliardy.

Dále zde přidáme graf, který byl sestaven na základě prováděné studie a vypovídá o faktu, že čeští manažeři, investoři a finanční poradci posuzují společnost Seznam.cz jako jednu z nejúspěšnějších. Získala si více než polovinu respondentů – 56 %. Nejblíže za ní můžeme vidět například Alza.cz nebo Student Agency. (Obluk, 2016)

## Spontánně jmenované nejúspěšnější nové české značky



Graf 22 – spontánně jmenované nejúspěšnější nové české značky (zdroj: <https://www.ogilvy.cz/cs/novinky/seznam-cz-je-nejuspesnejsi-porevolucni-ceskou-znackou>)

### 5.3 Výpočet hodnoty

Při výpočtu hodnoty  $q$  jsme vycházeli z předešlého expertního odhadu. Zároveň jsme ale brali i v potaz odbornou studii, kde jsme se dozvěděli také odlišnou tržní hodnotu. Rozhodli jsme se proto udělat průměr obou tržních hodnot. Tedy jedna strana tvrdila, že se jedná o cca 8 miliard korun, což bylo určeno v roce 2018. Na druhé straně v roce 2016 byl odhad na cca 4 miliardy, jakožto nejčastější odpověď v rozmezí 2 až 6 miliard korun. Pokud budeme vycházet z finanční analýzy tak víme, že firma měla od roku 2016 rostoucí trend a zvyšovala tím svoji hodnotu. Je tedy možné, že se dostala na zmiňovaných 8 miliard, ale zvýšit tím tak hodnotu o 4 miliardy za 2 roky je hodně. Jako průměr a výslednou tržní hodnotu s kterou budeme počítat bych uvedl sumu 7 miliard.

O reprodukční nákladech jsme se dozvěděli pouze jednu jedinou hodnotu, s kterou si musíme vystačit. Z expertního odhadu nám bylo sděleno, že by se mělo jednat o 4 až 6 miliard, a proto zvolíme zlatý střední průměr 5 miliard. Nyní když jsme si určili obě hodnoty, jsme schopni dosadit do vzorce a vypočítat hledanou hodnotu z které budeme dále vycházet.

$$q = \frac{\text{tržní cena kapitálu}}{\text{reprodukční náklady kapitálu}} = \frac{7 \text{ mld}}{5 \text{ mld}} = 1,4$$

Počítali jsme s odhadnutými daty, a proto výsledek nemusí odpovídat realitě. Naší práci to ale dostatečně poslouží jako ilustrační příklad pro další hodnocení.

Z výsledku plyne, že hodnota  $q$  je větší jak jedna, tudíž firma bude ochotna dále investovat. Tím bude růst kapitál a zvyšovat se tržní hodnota firmy. Samozřejmě to nemůže trvat nekonečně dlouho a hodnota  $q$ , by se měla minimálně zmenšit, a to aspoň k hodnotě 1. Měli bychom ale stále mít na paměti, že počítáme s rovnovážným stavem (vzorec pro rovnovážný vztah), kdy firma nebude mít potřebu investovat nebo na druhou stranu ztrácet hodnotu, aby nebyla nucena rozprodávat část svého kapitálu.

Existuje značné množství parametrů, které dokáží ovlivnit a změnit tím tak průběh investování. Z pohledu Tobinova  $q$  to závisí hlavně na hodnotě společnosti. Tu jsme zjistili z finanční analýzy a víme, že firma neustále svoji hodnotu zvyšuje. Tzn. že příjmy ve firmě převyšují náklady a tvoří tím zisk. Seznam.cz také evokoval po celou dobu kladnou ziskovost, která se následně odrazila ve vyšší hodnotě firmy. To je jeden ze základních prvků, který dokáže ovlivnit výslednou hodnotu  $q$ . Pokud tedy příjmy, které se skládají z cen a množství produktů, v našem případě služeb, převýší náklady, tím máme na mysli jak investiční náklady (rozdíl navýšení kapitálových zásob v čase), náklady na samotnou práci (ať už se jedná o jednotku práce nebo mzdovou sazbu), tak i samotné instalační náklady, které se pojí s investicí samotnou a mají kvadratický průběh, tak firma by měla stále tíhnout k investiční činnosti a zvyšovat tak svoji hodnotu.

Celou situaci ale zároveň může ovlivňovat stát nebo s ním spojené ekonomické podmínky. Respektive, když například klesne úroková míra. Když si zjistíme na stránkách České národní banky, tak do roku 2016 měla úroková sazba klesající tendenci a dosáhla hodnoty kolem 0,25. To by pro všechny firmy mělo být indikátorem, neboť s klesající úrokovou mírou se zvyšuje současná očekávaná hodnota firmy. Může za to zvyšující se cena kapitálu, která tím vyvolá poptávku po fyzickém kapitálu a tím i zvýší náklady na investiční proces. Zároveň každá nová investice bude mít za následek navýšení příjmů, které plynou z dodatečných investic. Tím budou růst zisky a když rostou zisky firmy získávají na hodnotě. Tím se vrátíme k předešlému odstavci o zvyšování hodnoty  $q$  za předpokladu zvyšování hodnoty firmy.

Aby se celý proces nemohl opakovat do nekonečna, tak zvýšená cena kapitálu v budoucnu nám vyvolá vyšší očekávané náklady na jednotku fyzického kapitálu. Neustálé investice zároveň zvyšují instalační náklady, a hlavně s každou novou investicí klesá mezní produkt kapitálu. Tedy příjmy se nám budou snižovat a jednu dobu budou menší jak náklady a pro nás nebude výhodné nadále provozovat investiční činnost. Stejně pozitivní dopady na investiční činnost jako snížení úrokové míry může probíhat v případě, že se například zvedne poptávka po produkci, zvýší se optimismus společnosti (překoná recesi) nebo vzroste produktivita kapitálu.

## 5.4 Odborný článek

Odborný článek od Dybviga a Warachka z roku 2015, nám objasňuje mezery a nedostatky správného fungování teorie Tobinova  $q$ . To je často používáno jako ukazatel pro firemní výkonnost při studiu vztahu mezi podnikovým řízením a výkonem firmy. Nicméně teoretická a empirická analýza dokazuje, že Tobinovo  $q$  neměří firemní výkonnost při nedostatečných (nízkých) investicích. Jako alternativu za Tobinovo  $q$  poskytuje tato práce dvě nová opatření pro přesnější účinnost: první hodnotí účinnost stupnice a druhá hodnotí nákladovou disciplínu. Tito zástupci se opírají o ideál maximalizace firemní hodnoty čistého investovaného kapitálu a můžou počítat s širokým výběrem všech druhů firem. Při regresních výpočtech jejich opatření (řešení) pro provozní účinnost vedou k rozdílnému závěru než Tobinovo  $q$ .

Byl vyvozen jednoduchý teoretický rámec, který demonstruje, že nedostatečné investice vedou ke špatnému (nesprávnému) vztahu mezi Tobinovým  $q$  a firemní výkonností. Tím pádem má firemní výkon nejednoznačný dopad na Tobinovo  $q$ . Lepší firemní výkonnost může buď snížit, nebo zvýšit Tobinovo  $q$ , respektive v závislosti na relativním rozhodnutí manažerů na stupnici důležitosti nebo nákladovosti. Na druhou stranu doposud existující literatura vykládá, že vyšší Tobinovo  $q$  je důkazem lepší firemní výkonnosti a ignoruje dopad manažerských rozhodnutí. Ta ale nezohledňuje možnost nedostatečných investic, které vedou k inflaci (zvýšení) Tobinova  $q$ .

V článku přišli na dvě teoreticky motivovaná opatření provozní efektivity, která poskytují jednoznačné proměnné pro firemní výkonnost. První opatření hodnotí manažerské schopnosti rozhodnutí na základě stupnice, když druhé opatření hodnotí nákladovou disciplínu. Tyto opatření jsou odvozena (derivována) z maximalizace investované čisté firemní hodnoty a tím maximalizace čisté současné hodnoty podniku (NPV).

Jejich empirické výsledky dokazují, že lepší firemní výkonnost se nespojuje s vyšším Tobinovým  $q$ . Toto zjištění je v souladu se schopností nedostatečného investování vedoucí k inflaci Tobinova  $q$  a odporuje předpokladu základní literatury, kde se tvrdí, že vyšší Tobinovo  $q$  je důkaz lepší firemní výkonnosti. Pozitivní dopad rozhodnutí na špatném přístupu k Tobinova  $q$  jsou neodpovídající náklady, nehmotná aktiva, finanční omezení a investiční proudění (cash flow a investice s ním spojené). Stručně řečeno, jejich statistické testy upozorňují na to, že vyšší Tobinovo  $q$  není důkazem lepší firemní výkonnosti.

Pokud se podívám na problém z hospodářského hlediska, nastává zde inverzní vztah mezi jejich  $G$  indexem a Tobinovým  $q$  vyplývající z Gompers, Ishii and Metrick (2003). K Tobinovu  $q$  mohou být totiž přičítána nedostatečné investice, které jsou spíše více závažnější ve firmách s nižším indexem  $G$ . Proto je vztah mezi firemní výkonností a podnikovým řízením tak citlivý na vybrání správného ukazatele firemní výkonnosti.

Stručně řečeno vztah mezi řízením firmy a firemní výkonností zůstává do budoucna důležitým tématem pro další výzkumy, které bychom museli řešit pouze vhodnými proměnnými (ukazateli) pro firemní výkonnost. Jejich výstup slouží pouze jako teoreticko-motivační proměnné pro firemní výkonnost, které by měli do budoucna usnadnit podrobnější výzkum. (Dybvig & Warachka, 2015)

## **6 MODERNÍ EKONOMICKÉ VLIVY**

Jak už jsme zjistili z mé doposud napsané práce a prostudované teorie, tak ekonomické prostředí dokáže značně ovlivnit výnosnost firem a s ní spojenou teorii Tobinova  $q$ . Tím můžeme říct, že k tomu, aby firmy byly výnosné není důležité znát jen svoje vlastní finanční prostředky a mikroekonomické okolí firmy, ale i celkový vliv ekonomických činitelů. Mohli bychom zde vybrat více témat a problémů, které by pronikaly do rentability firem. Vybrali jsme si ale pouze dva body. Jedná se totiž v dnešní době plné internetu, technologií, investic a start-upů firem hlavně o business angels. A jako druhý bod jsme zvolili ekonomické bubliny, přesněji technologické bubliny, které se pojí s portálovými společnostmi jako je třeba Seznam.cz a jsou momentálně na spadnutí.

### **6.1 Business angels**

V souvislosti s investicemi a investičním kapitálem je zde za posledních pár let spojováno slovo business angels, z čehož se stal nynější trend. V současné době není jednoduché rozjet svojí vlastní firmu bez toho, aniž byste vlastnili velký kapitálový základ anebo nepodstoupili velké riziko. Právě proto se na trhu objevilo spojení business angels, které se věnuje investicím napomáhající hlavně firmám na svém začátku. Jedná se o soukromé investory, kteří vyhledávají a poskytují finanční podporu do nápadů, start-upů a rozvoj firem. V uvozovkách společnost, spíše sdružení investorů pod jedním společným názvem, je vedeno odborníky na finanční řízení, účetnictví, obchod, vzdělávání, IT i výrobu. Vyhledávají investice s největším potenciálním růstem a neposkytují jen peněžní obnos, ale i jejich odborné znalosti nebo zkušenosti. Business angels se orientují právě převážně na ICT odvětví ve spojení s internetem a softwarem kam spadá i Seznam.cz. Můžou samozřejmě investovat do jakéhokoliv nápadu, ale v dnešní době je trend právě IT, neboť přináší největší výnosnost a velkou možnost inovací a nápadů.

Finance poskytnuté od business angels nenesou pro společnost žádnou zátěž, protože z ní nebere žádné volné finanční prostředky. Hlavním cílem investice je, aby každý vytvořený zisk zůstal ve firmě a napomáhal tak rychlejšímu růstu hodnoty společnosti. Kapitál vložený do investované firmy nazýváme jako rizikový kapitál. Je označován jako rizikový, protože samotný investor netuší, zdali jeho investice přinese vůbec nějaký přínos a tím riskuje, že o svůj vložený kapitál přijde. Jedná se především o osobní zájem o danou firmu nebo odvětví v kterém se pohybuje. Zároveň je důležitá

nápaditost a schopnost podniku prosadit svůj plán, aby si investor vybral právě je. Na oplátku investor po vložení kapitálu požaduje většinou určitý podíl na firmě – akcie. Proto se často stává, že se firma kvůli tomu musí transformovat na akciovou společnost. Tím se pak investor může zapojovat do důležitých rozhodnutí firmy.

Proč jsme chtěli zmínit právě business angels? Protože pokud se jedná o investice na českém trhu do internetových serverů a portálů, jak už začínajících nebo již zaběhlých (například: finance.cz, invia.cz nebo blog.cz apod.), je to v dnešní době o něco složitější. V České republice totiž situaci na trhu s internetovými portály komplikuje jednak tlak mediálních agenturale zejména právě společnost Seznam.cz, jakožto monopolní portál. Není zde tak nadále tolik investičních možností v rámci trhu. Proto je pro investory, kteří spadají pod business angels velice obtížné v tomto směru investovat. Kvůli velkému finančnímu zabezpečení, si tak Seznam.cz může diktovat svoje vlastní podmínky na portálovém trhu, a tím tak zamezit vstupu ostatních firem. A naopak může začít využívat a poskytovat tyto služba sama.

Firma Seznam.cz si v roce 2014 založila dvě dceřiné firmy. Jednou z nich byla Seznam.cz datová centra, s.r.o. a druhá pro nás zajímavější Seznam.cz investiční, s.r.o. Její úkol je financování případných akvizic. Poskytuje společnosti kapitál k tomu, aby mohla financovat nákup jiné společnosti. Hlavně v takových případech, kde by se mohli vyskytovat komplikované účetní a administrativní agendy společnosti Seznam.cz. Jako druhou činnost by měla provozovat a fungovat právě na bázi business angels, kdy se bude zaměřovat na pomoci při start-upu firem. Spadá ale pod podnikatelský akcelerátor StartupYard. Zároveň ještě v dnešní době ale uvažuje nad myšlenkou vlastního systému podpory start-upů, jakožto soukromý investiční fond a pokud se v budoucnu naskytne zajímavá investiční příležitost, firma zváží investici a popřípadě uvolní potřebné finanční zdroje.

## **6.2 Technologické bubliny**

Za druhý bod ekonomických vlivů bychom zmínili technologickou bublinu, která se čím dál tím více v dnešní době opět dostává na povrch. Pojí se jak s rizikovým kapitálem a investiční činností, tak i s nadhodnocováním společností. Je populární předpovídat jednou za čas nějaký ten tržní krach či prasknutí ekonomické bubliny. Naposledy jsme se s prasklou technologickou bublinou setkali na přelomu tisíciletí. Jednalo se o tzv. dot com bublinu, která se nafoukla a zvedla cenu akcií internetových portálů a společností tak moc, že následně praskla a ceny akcií šly rapidně dolů. Do podobné situace se vracíme i teď. V roce 2016 se investice do portálových a internetových společností vyšplhaly do stejné hodnoty jako tomu bylo v roce 2000, ale nadále rostou. To samé platí pro společnost Seznam.cz, která neustále navyšuje svoji hodnotu, což může být právě příčina technologické bubliny. A je otázkou, jestli praskne a její hodnota půjde dolů.

Doposud neexistuje přesná teorie, která by vysvětlovala, jak ekonomické bubliny fungují. Ale podle modelu Pastore a Veronesi ekonomika pracuje s dvěma rozdělenými sektory. Stará a nová ekonomika. Ta původní stará ovlivňuje systematické riziko finančních trhů a je široce rozšířena. Naproti tomu nová ekonomika funguje na principu využívání doposud neznámých a velice výnosných ale zato rizikových technologií. Samotné riziko, které se pojí s novou ekonomikou je do určitého času jedinečné.

Pokud je technologie úspěšná, je v průběhu času přijata ekonomikou a její riziko je postupem času bráno v nové ekonomice za systematické. Tato změna rizika spolu s cash flow efektem může vyvolat výkyvy zisků po zavedení nové technologie. V tom případě přijetí nové technologie není přínosné a může dojít až k záporné výnosnosti aktiv. Pokud ale přijmeme novou technologii v pozdějším stádiu, zvýšíme tak svoje očekávané příjmy a zároveň se vyhneme jedinečnému riziku nové technologie. V tu chvíli efekt toku peněz vyvolá efekt diskontní míry, což přinese vyšší hodnotu budoucích přínosů v současnosti. (Pastor & Veronesi, 2009)

Když se bublina zvětšuje a riziko je řízeno strukturou staré ekonomiky, tak ta nová ekonomika má velmi velké očekávané výnosy. Ale když některé firmy vykazují vysokou výnosnost, která je udržitelná a stabilní, tak se stará ekonomika pomalu modifikuje do té nové a systematické riziko nové ekonomiky se snižuje. Tím vznikne velký příliv kapitálu do nové ekonomiky a vytvoří to zmiňovanou bublinu. (Pastor & Veronesi, 2009) Jde tedy o to, že se bezhlavě investuje do na první pohled velice výnosných firem. Obchoduje se s velkým množstvím finančních aktiv, jejichž ceny se podstatně odlišují od reálných cen. V čase bubliny je mimořádná poptávka po určitém zboží či službě. V důsledku toho cena podstatně roste, což dále vyvolává růst poptávky. První signálem, který se objeví před splasknutím bubliny je, že si investoři uvědomí, že již tato hodnota akcií není udržitelná a sami si bublinu prasknou i když nechtějí.

Kdybychom to shrnuli, tak akcie vypadají být nadhodnocené. Tedy i o společnost Seznam.cz, která spadá do tohoto odvětví, můžeme říci, že její hodnota je nadhodnocena a neodpovídá reálné hodnotě. To ovšem neznamena, že by se měla opakovat situace z roku 2000. Investoři tvrdí, že i když celkové investice přesáhly hodnoty z roku 2000, tak ostatní ukazatele tomu nenapovídají a mají odlišný průběh. Taková situace může dopadnout dvěma způsoby. Buď přijde splasknutí a nastane korekce hodnot firem o cca 15 %, nebo se růst zpomalí na minimum a poměr ceny k ziskům postupem času srazí dolů i růst zisků.

# Diskuze

V této kapitole se budeme věnovat vyhodnocení závěrů spojených s finanční analýzou, a to jak na základě metod CAPM, Tobinova  $q$  nebo technologických bublin. Dále zde bude vytvořen prostor pro diskuzi zpracovaných výsledků, které se týkají daného problému.

Cílem práce bylo nalezení faktorů, které ovlivňují výnosnost firmy. Zjišťujeme, že rentabilita dosahovaná a vykázaná jsou dva odlišné faktory. Jestliže jsme čerpali z účetních výkazů, které jsme získali na portálu Justice.cz, tak se jedná o vykázané rejstříky. Ty firmy většinou nerady zveřejňují úplně a přesně, neboť tím skrývají svoje tržní výsledky před konkurencí. Reálná situace pak může být zcela odlišná od situace vykázané.

Výstup práce by měl následně sloužit jako určitý benchmark pro potenciální investory. Toho jsme využili přímo při zpracování praktické části, kdy byl osloven investor, který nám pomohl odhadnout tržní cenu kapitálu a reprodukční náklady kapitálu. Zároveň okomentoval situaci společnosti a řekl, že v jeho případě, i v případě ostatních investorů, by neměli zájem investovat do společnosti Seznam.cz, neboť je nutné mít k dispozici značný kapitál, a i tak by se nemuselo jednat o výhodnou investici.

Teorie Tobinova  $q$  byla shledána jako nejvhodnější investiční teorie, která vysvětluje, proč a jak firmy investují. Tobinovo  $q$  totiž zahrnuje spousty faktorů, které ovlivní konečný výsledek. Na jedné straně stojí hodnota firmy, která v sobě ukrývá zisky. Ty se dělí na příjmy a náklady a jsou dále ovlivňovány například technologickým pokrokem, cenou produkce nebo zásobou kapitálu aj. Náklady jsou pak ovlivňovány například investicemi nebo mzdovou sazbou. Stejně podrobně je možné popsat i druhou stranu, která se zabývá hlavně ekonomickými faktory. Jedná se o úrokovou míru, produktivitu kapitálu nebo optimismus firmy. Celá Tobinova teorie zároveň zahrnuje i faktor času a rizika. My jsme se nicméně pohybovali pouze v rovnovážném stavu, který nezohledňuje faktor času ani rizika.

Abnormální výnosnost firmy jsme se proto pokusili vysvětlit i na CAPM modelu. Zde bylo zjištěno, že je nevhodný, neboť když počítáme bety, jako kovariance něčeho s něčím, používáme tržní prémii a tím zjišťujeme teoretické rizikové prémii. Pokud pak pozorujeme na trhu skutečné rizikové prémii, zjišťujeme, že je firma podhodnocená. To se obecně děje u všech firem. I přesto je CAPM model používán, avšak na základě teoretických úvah jsou dané akcie podhodnoceny. Dle CAPM modelu bychom nakupovali téměř vše, co se tímto způsobem prokáže. Ve své podstatě je zde více faktorů, které upravují velmi vysoké bezrizikové úrokové míry. To lze vysvětlit na finanční páce nebo technologických bublinách, protože CAPM je odvozený z rovnováhy na kapitálovém trhu. A pokud se na něm objevují bubliny, je jasné, že CAPM není sto-procentně přesný.



Firmy si vždy hlídají podíl vlastního a cizího kapitálu. To je základní úvaha finanční páky. Pokud ekonomika směřuje k recesi, tak klesají ceny, a tím pádem klesá hodnota aktiv. A jestliže chtějí udržet tuto hodnotu ve stejné výši, tak musí investovat. Takto se vytvoří ekonomická bublina. Vysvětluje to, proč jsou ty ceny odchýleny od svých fundamentů. Naopak, když spěje ekonomika do konjunktury, tak rostou ceny a roste i poměr aktiv. Firmy se tak více zadlužují a více investují, než by předpokládal CAPM model.

Proč ale vznikají bubliny na trhu aktiv? Bezpochyby se nejedná o nevědomí spekulativních investorů. Oni přesně vědí, že se tu nachází nějaké bubliny a informační nedokonalost. Z toho vyvozují, že daná bublina je přifouknutá, cena neodpovídá fundamentům, ačkoli si nejsou jisti, kolik ostatních investorů má stejný názor. Spekulativní investoři nemají stejnou sílu, jsou různě monopolní a poměňují mezní náklady s tržbami daného aktiva. V delších časových horizontech se tak mohou vytvářet nějaké bubliny, nicméně mohou vznikat i velké výnosy z nich pramenících, což je vysvětlení pro rizikové prémie. Společnost Seznam.cz tak můžeme řadit do nové ekonomiky, která je vysoce výnosná, ovšem velice riziková.

Práce zůstává v některých aspektech otevřena. V diplomové práci by bylo například možné zkoumat, jak by se výnosnost firem v kontextu technologických bublin, které jsme nastínili, přesně chovala, co by se dělo dál.

# Závěr

V bakalářské práci jsme představili nejen teoretické ale i praktické zázemí výnosnosti firem. K pochopení, které faktory ovlivňují výnosnost firem v kontextu současné ekonomické teorie, byla využita základní finanční analýza konkrétní společnosti. Tato analýza byla následně konfrontována s obecnými teoretickými závěry.

V úvodu praktické části byla zpracována zkrácená finanční analýza společnosti Seznam.cz, a.s. Z rozvahy vyplynulo, že se dlouhodobý majetek stále zvětšoval, což bylo důkazem, že se firma neustále rozvíjí a investuje. Podíl na dlouhodobém majetku má především hmotný majetek, ačkoli od roku 2013 se ve firmě začal objevovat i finanční majetek, neboť postupně nakupovali majetkové podíly. Situace se dále měnila v roce 2015, kdy se ztrojnásobila oběžná aktiva v zastoupení peněz. Jednalo se o úvěr od banky a půjčku od akcionáře ve výši 1,4 miliardy. Tím se navýšilo ážio – příplatek mimo základní kapitál. V důsledku toho klesl základní kapitál, protože společnost vy-půjčené peníze využila k tomu, aby odkoupila zpět svých 30 % akcií.

Z výkazu zisku a ztrát jsme zjistili, že výsledek hospodaření se pohybuje v kladných číslech od 775 milionů do 1,1 miliardy. Tržby se neustále zvyšují. V roce 2012 firma vykazovala tržby 2,8 miliardy. Oproti tomu v roce 2016 firma dosáhla tržeb 3,7 miliard. Z toho usuzujeme, že firma nemá nouze o poptávky jejich služeb. Nejvýznamnější podíl na celkových tržbách tvoří výkonová spotřeba, která činí 30 %, a osobní náklady s 29% podílem. Ostatní provozní složky (výnosy a náklady) jsou zanedbatelné, neboť na provoz portálové společnosti nejsou zapotřebí.

Podle bilančních pravidel firma preferuje spíše konzervativní financování (méně rizikové, ale dražší). Nevytváří dostatečný prostor pro efektivní používání dlouhodobého kapitálu a dochází k neefektivnosti financování. Růst investic je větší než růst tržeb, a to je náznak toho, že firma investuje rizikově. Společnost nečeká, až si jednou investicí vydělá na další, aby tak přispěla ke stabilizaci podniku.

Z pohledu likvidity je firma schopna dostávat svých závazků, neboť vlastní dostatek aktiv. Jejich aktivita vykazuje odchylku v roce 2015, kdy jsou faktury hrazeny mnohem později, než tomu bylo doposud. Pozorujeme, že obrátový cyklus peněz je proto záporný. To je ojedinělé pouze pro velké firmy, které si diktují svoje vlastní podmínky (monopol). Do roku 2015 byla zadluženost firmy přibližně 24 % a v následujícím roce vzrostla až na 63 %. Jak je zmíněno výše, jednalo se o půjčku a úvěr. Na to odkazují i reinvestiční ukazatele, kde dividendový poměr do roku 2014 byl 100 %. Akcionářům tak byl připsán veškerý zisk. Změna nastala v roce 2015, kdy nebyl vyplacen vlastní-kům a byl použit pro investiční činnost podniku. Tím vzrostla hodnota potenciálního růstu G, který naznačuje, že investice přispívají ke zvýšení hodnoty firmy. Celkové hodnocení poměrových ukazatelů potvrzují i bankrotní modely. V obou případech se shodují, že firma je prosperující, zdravá, tvoří zisk a není ohrožena bankrotem.

Samotnou výnosnost, jak již naznačoval dosavadní průběh finanční analýzy, má podnik velice vysokou. Výsledky jsou následující: ROI = 60 %, ROE = 90 %, ROA = 70 %, ROCE = 125 %, ROS = 30 %. Tak vysokých hodnot výnosnosti dosáhne jen hrstka tuzemských společností. Nicméně stále se jedná o statické hodnoty, které nepočítají s faktorem rizika a času. I přes absenci obou faktorů patří výnosnost firmy mezi hlavní ukazatele, podle kterých se potenciální investoři rozhodují, zda danou firmu podpořit. Abychom zohlednili i faktor rizika, použili jsme CAPM model. V průměru se jednalo o 10% výnos z finančního aktiva. Výsledek jsme využili pro výpočet ekonomicky přidané hodnoty, která se každým rokem zvětšovala a firma tím zvyšovala svoji hodnotu.

Po prozkoumání finanční stránky společnosti, jsme postoupili k teorii Tobinova q. K odhadu tržní hodnoty firmy a reprodukčních nákladů jsme využili expertní odhad. Výpočtem Tobinova q jsme získali hodnotu koeficientu 1,4. Ta je větší než jedna a znamená, že firma je ochotna investovat. Tím roste její kapitál i tržní hodnota. To je v souladu s naší finanční analýzou. Firma neustále svoji hodnotu zvyšovala, tzn. že příjmy ve firmě převyšovaly náklady a firma tvořila zisk.

Konfrontací našeho tvrzení s odborným článkem od Dybviga a Warachka dojdeme k závěru, že Tobinovo q není možné používat u firem, které mají zanedbatelně malé investice. Firemní výkon by tak měl nejednoznačný dopad na Tobinovo q. Článek zároveň nabízí případná opatření. Výsledky zkoumání v daném článku dokazují, že lepší firemní výkonnost se nespojuje s vyšším Tobinovým q. Vztah mezi řízením firmy a firemní výkonností zůstává do budoucna důležitým tématem pro další výzkumy, které bychom museli řešit vhodnými poměrovými ukazateli pro firemní výkonnost.

Na druhou stranu jsou zde i ekonomické podmínky, které hrají značnou roli. Aby firmy byly výnosné, nestačí znát jen jejich vlastní finanční stránky a mikroekonomické okolí firmy, ale i celkový vliv ekonomie.

Za první ekonomický vliv byly vybrány "business angels". Vyhledávají investice s největším potenciálním růstem a vysokou výnosností. Specializují se především na ICT odvětví, kam patří i Seznam.cz. Svými investicemi napomáhají růstu firemní hodnoty a tím i růstu Tobinova q. Respektive zvyšují výnosnost firmy. Odkážeme-li se na článek od Dybviga a Warachka, tak zde můžeme využívat teorii Tobinova q, neboť firmy díky „business angels“ nemají malé investiční činnosti a Tobinovo q tím není zkreslené.

Druhý ekonomický vliv představují technologické bubliny, protože jsou propojeny jak s rizikovým kapitálem, investiční činností, tak s nadhodnocováním společností. V naší studii byla společnost Seznam.cz, kterou řadíme do nové ekonomiky, skvělým příkladem. Akcie v dnešní době vypadají nadhodnocené. Tím se ovlivňuje i tržní hodnota firmy a mění se tak hodnota Tobinova q, která by měla být nižší. Pokud bublina

praskne, hodnota Tobinova  $q$  se rázem sníží. Nikdo ale neví, kdy k tomu dojde. Můžou nastat dvě odlišené situace. Buď bublina splaskne a nastane korekce hodnot firem o cca 15 %, nebo se růst bubliny zpomalí na minimum a poměr ceny akcií k ziskům postupem času omezí i růst zisků.

Z bakalářské práce vyplývá, že firma Seznam.cz má vysokou výnosnost a řadí se do nové ekonomiky. Důvody hledáme již v 90. letech, kdy společnost zakládali. Náklady na vybudování internetového giganta byly enormní a nikdo jim budoucí úspěch nevěřil. V současné době firma sklízí ovoce po vyčerpávajících letech dřiny a obav z neúspěchu. Technologičtí lídři, kteří se v internetové sféře podnikání angažovali a projevili jistý zájem o nový internetový portál, neváhali a do společnosti investovali i s ohledem na vysoké riziko krachu. Racionálně smýšlející investor by o investování do internetové firmy neměl zájem. Odradilo by ho zmíněné riziko. Výnosné firmy tak představují firmy, které jsou dobře zainvestované a disponují velkým objemem fyzického kapitálu. Lze tvrdit, že poznání teorie investic dané firmy je velmi významné pro potenciaální investory. Z teorie investic zjišťujeme, proč a jak firmy investují, zejména z pohledu Tobinova  $q$ .

# Seznam použité literatury

## Knihy

1. ARMSTRONG, Michael. *Personální management*. Praha: Grada, 1999. ISBN 8071696145.
2. ARMSTRONG, Michael a Stephen TAYLOR. *Řízení lidských zdrojů: moderní pojetí a postupy : 13. vydání*. Přeložil Martin ŠIKÝŘ. Praha: Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5258-7.
3. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. ISBN 9788086929446.
4. HOLMAN, Robert. *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7179-861-3.
5. JIŘÍČEK, Petr a Magda MORÁVKOVÁ. *Finanční analýza*. Jihlava: Vysoká škola polytechnická Jihlava, 2008. ISBN 978-80-87035-14-6.
6. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
7. KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 9788024733494.
8. KOUBEK, Josef. *Řízení lidských zdrojů: základy moderní personalistiky*. 5., rozš. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2015. ISBN 9788072612888.
9. KOVANICOVÁ, Dana. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. XX. akt. vyd. Praha: Polygon, 2012. ISBN 978-80-7273-169-5.
10. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 8024728656.
11. MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada, 2008. ISBN 8024724324.
12. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
13. POŠTA, Vít. *Makroekonomie, studijní materiál - Tobin q*. Praha, 2017.
14. SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Expert (Grada). ISBN 9788027104130.
15. SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.
16. SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. *Podniková ekonomika*. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788074003363.

## Internetové zdroje

1. DYBVIG, Philip H. a Mitch WARACHKA. *Tobin's Q Does Not Measure Firm Performance* [online]. 2012 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <https://pdfs.semanticscholar.org/098b/a45c1395b2fa94f7c7662e2937a599ec7efa.pdf>
2. *Justice.cz: Výroční zprávy (2012-2016) společnosti Seznam.cz* [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=526277>
3. KRACÍK, Lukáš. *Jaké jsou výhody a nedostatky CAPM* [online]. 2015 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/cs/article/2566-jake-jsou-vyhody-a-nedostatky-capm>
4. MAHESHWARI, Ashish. *Profitability analysis* [online]. [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: [http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/705/16/17\\_\\_chapter8.pdf](http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/705/16/17__chapter8.pdf)
5. NETRVAL, Viktor. *Investiční výdaje* [online]. 2016 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <http://docplayer.cz/2561353-Investicni-vydaje-i.html>
6. OBLUK. *Nové české značky v roce 2016* [online]. 2016 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <https://www.ogilvy.cz/upload/pdf/91/studie-ogilvymather-nove-ceske-znacky-2016.pdf>
7. PANKOVÁ, Václava. *Tobinovo Q - teorie a aplikace* [online]. 2005 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?lang=cz&jnl=polek&pdf=524.pdf>
8. PASTOR, Lubos a Pietro VERONESI. *Technological Revolutions and Stock Prices* [online]. 2009 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w11876.pdf>
9. Seznam.cz, *Seznam.cz* [online]. [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: <https://onas.seznam.cz/cz/>
10. ŠETEK, David. *Investice* [online]. 2012 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <http://www.ekospace.cz/4-makroekonomie-2/43-24-investice1>
11. VYSKOČIL, Vlastimil. *Cíle a funkce podniku* [online]. 2005 [cit. 2018-04-01]. Dostupné z: <https://www.oamb.cz/dokumenty/pk/pkfir/PEK2.pdf>

# Seznam tabulek

Tabulka 1 – zkrácená rozvaha firmy .....	31
Tabulka 2 – vybrané položky výkazu zisku a ztrát .....	37
Tabulka 3 – tabulky bilančních pravidel.....	40
Tabulka 4 – ukazatele zadluženosti.....	42
Tabulka 5 – ukazatele kapitálového trhu.....	43
Tabulka 6 – bankrotní model Altmanova Z-score.....	45
Tabulka 7 – bankrotní model Index IN05.....	45
Tabulka 8 – ukazatel rentability vloženého kapitálu.....	46
Tabulka 9 – ukazatel rentability vlastního kapitálu.....	46
Tabulka 10 – ukazatel rentability celkových aktiv.....	47
Tabulka 11 – ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů.....	47
Tabulka 12 – ukazatel rentability tržeb .....	48
Tabulka 13 – CAPM model – výpočet.....	50
Tabulka 14 – Ekonomicky přidaná hodnota.....	50

# Seznam grafů

Graf 1 – grafický model Tobinova $q$ .....	20
Graf 2 – vývoj zásoby kapitálu v Tobinově modelu.....	24
Graf 3 – vývoj ceny kapitálu v Tobinově modelu.....	24
Graf 4 – tržby společnosti Seznam.cz.....	29
Graf 5 – zastoupení dlouhodobého majetku a oběžných aktiv.....	32
Graf 6 – zastoupení dlouhodobého majetku.....	32
Graf 7 – zastoupení oběžných aktiv.....	33
Graf 8 – zastoupení celkových pasiv.....	33
Graf 9 – zastoupení vlastního kapitálu.....	34
Graf 10 – zastoupení cizích zdrojů.....	35
Graf 11 – složení celkových aktiv.....	35
Graf 12 – složení celkových pasiv.....	36
Graf 13 – vývoj tržeb.....	37
Graf 14 – vývoj provozního výsledku hospodaření.....	38
Graf 15 – vývoj čistého obratu za účetní období.....	38
Graf 16 – podíl na tržbách.....	39
Graf 17 – ukazatele likvidity.....	41
Graf 18 – ukazatele aktivity.....	41
Graf 19 – ukazatele zadluženosti.....	42
Graf 20 – pracovní kapitál.....	44
Graf 21 – ukazatele rentabilit.....	48
Graf 22 – spontánně jmenované nejúspěšnější nové české značky.....	53



## **Seznam obrázků**

Obrázek 1 – logo společnosti Seznam.cz.....	28
---	----

## **Seznam příloh**

Příloha 1 – rozvaha akciové společnosti Seznam.cz .....	69
Příloha 2 – výkaz zisku a ztrát akciové společnosti Seznam.cz .....	73

# Přílohy

<b>ROZVAHA (v tis. Kč)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	1 710 557	1 641 655	1 689 157	3 603 177	2 067 068
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý majetek</b>	366 841	486 692	558 369	770 304	974 423
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	66 678	84 350	101 904	161 469	173 762
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	19 786	30 432	27 007	59 589	48 878
B.I.2.1. Software	19 786	30 409	27 007	59 589	48 878
B.I.2.2. Ostatní ocenitelná práva	0	23	0	0	0
Goodwill	-837	-419	0	0	0
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	44 541	51 894	73 105	96 322	107 855
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 188	2 443	1 792	5 558	17 029
B.I.5.1. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.I.5.2. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 188	2 443	1 792	5 558	17 029
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	299 963	316 434	337 587	404 957	533 783
Pozemky a stavby	11 650	13 135	12 697	12 342	13 805
B.II.1.1. Pozemky	0	0	0	0	0
B.II.1.2. Stavby	11 650	13 135	12 697	12 342	13 805
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	287 466	297 836	319 582	387 137	519 235
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.4.1. Pěstítké celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
B.II.4.2. Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
B.II.4.3. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	847	5 463	5 308	5 478	743
B.II.5.1. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	676
B.II.5.2. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	847	5 463	5 308	5 478	67
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	200	85 908	118 878	203 878	266 878
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	200	400	33 370	118 370	181 370
Zápůjčka a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoby	0	0	0	0	0
Podíly - podstatný vliv	0	85 008	85 008	85 008	85 008
Zápůjčka a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	500	500	500	500
Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III.7.1. Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III.7.2. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

<b>Oběžná aktiva</b>	1 316 262	1 122 703	1 115 170	2 821 024	1 076 313
<b>Zásoby</b>	0	12	3	4 448	2 829
Materiál	0	0	0	4 116	2 212
Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0
Výrobky a zboží	0	12	3	332	617
C.I.3.1. Výrobky	0	0	0	0	0
C.I.3.2. Zboží	0	12	3	332	617
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
<b>Pohledávky</b>	518 529	470 329	529 264	545 948	668 188
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	25 030	27 953	27 410	27 343	23 639
C.II.1.1. Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C.II.1.2. Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
C.II.1.3. Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
C.II.1.4. Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C.II.1.5. Pohledávky - ostatní	25 030	27 953	27 410	27 343	23 639
C.II.1.5.1. Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0
C.II.1.5.2. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	25 030	27 953	27 410	27 343	23 639
C.II.1.5.3. Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
C.II.1.5.4. Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	493 499	442 376	501 854	518 605	644 549
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	451 096	426 943	461 182	501 408	522 533
C.II.2.2. Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	30 371	0	0	0	100 000
C.II.2.3. Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	12 032	15 433	40 672	17 197	22 016
C.II.2.4.1. Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0
C.II.2.4.2. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
C.II.2.4.3. Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	10 336	14 121	39 644	15 771	21 138
C.II.2.4.5. Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
C.II.2.4.6. Jiné pohledávky	1 696	1 312	1 028	1 426	878
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	49 836	2 000	2 400	847	138
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Ostatní krátkodobý finanční majetek	49 836	2 000	2 400	847	138
<b>Peněžní prostředky</b>	747 897	650 362	583 503	2 269 781	405 158
Peněžní prostředky v pokladně	576	3 279	3 330	3 920	2 737
Peněžní prostředky na účtech	747 321	647 083	580 173	2 265 861	402 421
<b>Časové rozlišení</b>	27 454	32 260	15 618	11 849	16 332
Náklady příštích období	15 036	14 611	13 703	11 699	14 498
Komplexní náklady příštích období	0	0	588	0	1 506
Příjmy příštích období	12 418	17 649	1 327	150	328
<b>PASIVA CELKEM</b>	1 710 557	1 641 655	1 689 157	3 603 177	2 067 068

<b>Vlastní kapitál</b>	900 234	893 916	1 063 645	1 135 068	836 414
<b>Základní kapitál</b>	3 720	3 720	3 720	3 720	-2 746 280
Základní kapitál	3 720	3 720	3 720	3 720	3 720
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	-2 750 000
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
<b>Ážio</b>	107 365	107 365	107 365	107 365	1 380 768
Ážio	84 597	84 597	84 597	84 597	0
Kapitálové fondy	22 768	22 768	22 768	22 768	1 380 768
A.II.2.1.Ostatní kapitálové fondy	22 768	22 768	22 768	22 768	1 380 768
A.II.2.2. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
A.II.2.3. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací	0	0	0	0	0
A.II.2.4. Rozdíly z přeměn obchodních korporací	0	0	0	0	0
A.II.2.5.Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací	0	0	0	0	0
<b>Fondy ze zisku</b>	11 472	7 836	4 168	6 335	4 891
Ostatní rezervní fondy	372	744	744	0	0
Statutární a ostatní fondy	11 100	7 092	3 424	6 335	4 891
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	2 000	-1 362	0	744	1 090 245
Nerozdělený zisk minulých let	2 000	0	0	744	1 090 245
Neuhrazená ztráta minulých let	0	-1 362	0	0	0
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	775 677	776 357	948 392	1 016 904	1 106 790
<b>Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku</b>	0	0	0	0	0
<b>Cizí zdroje</b>	434 256	381 899	399 020	2 279 567	1 064 154
<b>Rezervy</b>	20 066	25 549	16 022	17 378	24 303
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	20 066	25 549	16 022	17 378	24 303
<b>Závazky</b>	414 190	356 350	382 998	2 262 189	1 039 851
<b>Dlouhodobé závazky</b>	5 888	7 365	9 805	318 788	176 290
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
C.I.1.1. Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0
C.I.1.2. Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0
Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	294 667	147 334
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky úhradě	0	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	5 888	7 365	9 805	24 121	28 956

Závazky - ostatní	0	0	0	0	0
C.I.9.1. Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0
C.I.9.2. Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
C.I.9.3. Jiné závazky	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>408 302</b>	<b>348 985</b>	<b>373 193</b>	<b>1 943 401</b>	<b>863 561</b>
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
C.II.1.1. Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0
C.II.1.2. Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0
Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	147 333	147 333
Krátkodobé přijaté zálohy	20	1	1	0	0
Závazky z obchodních vztahů	138 936	84 973	96 094	117 826	145 417
Krátkodobé směnkyk úhradě	0	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Závazky ostatní	269 346	264 011	277 098	1 678 242	570 811
C.II.8.1. Závazky ke společníkům	0	0	0	1 358 149	830
C.II.8.2. Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.II.8.3. Závazky k zaměstnancům	55 139	51 286	50 252	60 808	66 606
C.II.8.4. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	26 718	29 475	29 607	35 633	39 426
C.II.8.5. Stát - daňové závazky a dotace	46 269	37 155	69 213	94 913	88 169
C.II.8.6. Dohadné účty pasivní	140 930	145 692	127 820	128 439	125 579
C.II.8.7. Jiné závazky	290	403	206	300	250 201
<b>Časové rozlišení (ř. 142 + 143)</b>	<b>376 067</b>	<b>365 840</b>	<b>226 492</b>	<b>188 542</b>	<b>166 500</b>
Výdaje příštích období	13 271	702	938	1 358	809
Výnosy příštích období	362 796	365 138	225 554	187 184	165 691

Příloha 1 – rozvaha akciové společnosti Seznam.cz (zdroj: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-si-firma?subjektId=526277>)

<b>Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	2 833 708	2 893 597	3 098 773	3 369 869	3 703 787
<b>Tržby za prodej zboží</b>	0	47	2 379	1 867	2 113
<b>Výkonová spotřeba</b>	901 874	854 511	920 257	1 016 286	1 080 606
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	107	1 511	749	991
Spotřeba materiálu a energie	68 124	71 967	42 098	32 999	38 580
Služby	833 750	782 437	876 648	982 538	1 041 035
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	0	0	0	0	0
<b>Aktivace</b>	0	-15 219	-27 580	-41 755	-51 903
<b>Osobní náklady</b>	815 863	924 280	906 035	962 483	1 065 599
Mzdové náklady	611 078	684 563	672 653	713 189	790 137
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	204 785	239 717	233 382	249 294	275 462
2. 1. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	193 544	227 148	219 041	234 547	259 638
2.2. Ostatní náklady	11 241	12 569	14 341	14 747	15 824
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	181 121	203 192	172 022	185 633	245 321
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	182 342	198 550	179 163	195 325	250 848
1.1. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	182 342	198 550	179 163	195 325	242 981
1.2. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné		0	0	0	7 867
Úpravy hodnot zásob		0	0	0	0
Úpravy hodnot pohledávek	-1 221	4 642	-7 141	-9 692	-5 527
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	24 066	21 639	9 243	17 129	10 889
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	5 618	1 879	1 630	879	1 685
Tržby z prodeje materiálu	0	2	0	0	14
Jiné provozní výnosy	18 448	19 758	7 613	16 250	9 190
<b>Ostatní provozní náklady</b>	15 980	19 471	15 923	25 639	34 114
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	251	111	87	320	678
Zůstatková cena prodaného materiálu	0	0	0	0	0
Daně a poplatky	1 473	1 526	740	406	836
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0	0	0	1 356	6 334
Jiné provozní náklady	14 256	17 834	15 096	23 557	26 266
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	942 936	929 048	1 123 738	1 240 579	1 343 052
<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly</b>	189 594	67 732	12 160	17 112	13 440
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	189 594	67 732	11 760	17 112	13 440
Ostatní výnosy z podílů	0	0	400	0	0
<b>Náklady vynaložené na prodané podíly</b>	189 114	67 469	0	2 400	0
<b>Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku</b>	874	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0

Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	874	0	0	0	0
<b>Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem</b>	56	379	0	0	0
<b>Výnosové úroky a podobné výnosy</b>	6 430	6 974	6 402	3 844	2 958
Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	55
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	6 430	6 974	6 402	3 844	2 903
<b>Upravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti</b>	0	0	0	0	0
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	0	0	0	178	5 347
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	681
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0	0	0	178	4 666
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	77	1 274	93	159	190
<b>Ostatní finanční náklady</b>	3 911	5 568	6 289	8 618	5 936
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	3 894	2 564	12 366	9 919	5 305
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	946 830	931 612	1 136 104	1 250 498	1 348 357
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	171 194	155 255	187 712	233 594	241 567
Daň z příjmů splatná	137 812	153 503	185 272	219 278	236 732
Daň z příjmů odložená	33 382	1 752	2 440	14 316	4 835
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	775 636	776 357	948 392	1 016 904	1 106 790
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	775 636	776 357	948 392	1 016 904	1 106 790
<b>Čistý obrat za účetní období</b>	3 054 749	2 991 263	3 129 050	3 409 980	3 733 377

Příloha 2 – výkaz zisku a ztrát akciové společnosti Seznam.cz (zdroj: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-si-firma?subjektId=526277>)

