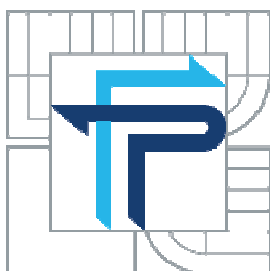


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF

EKONOMICKÝ VÝVOJ PODNIKŮ FINANCOVANÝCH RIZIKOVÝM KAPITÁLEM

ECONOMIC DEVELOPMENT OF COMPANIES FINANCED BY VENTURE CAPITAL

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

BC. ELIŠKA TATARKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

DOC. ING. ANNA FEDOROVÁ, CSC.

BRNO 2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Tatarková Eliška, Bc.

Účetnictví a finanční řízení podniku (6208T117)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Ekonomický vývoj podniků financovaných rizikovým kapitálem

v anglickém jazyce:

Economic Development of Companies Financed by Venture Capital

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce - přehled metod finanční analýzy, zdroje vstupních dat finanční analýzy

Analýza problému a současné situace - výpočty vybraných ukazatelů finanční analýzy, zhodnocení zjištěného stavu

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E.a kol. Manažerské finance. 1.vyd.

Praha: C.H.Beck,2004,714s.ISBN 80-7179-802-9.

KNÁPKOVÁ A., PAVELKOVÁ D. Finanční analýza. Kompletní průvodce s příklady. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing 2010, 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

RAJCHLOVÁ, J. Vybrané aspekty financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky. Disertační práce. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 158 s. Vedoucí disertační práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

RAJCHLOVÁ, J. ZINECKER, M. BROŽ, Z.: Due Diligence Process in the Context of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic. Econ. Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 2012, vol. 2012, no. 1, p. 15-23. ISSN: 1803- 3865.

ZINECKER, M. RAJCHLOVÁ, J. Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje. Karviná: Acta academica karviniensia, 2010, roč. 2010, č. 2, s. 30-42. ISSN: 1212- 415X.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Anna Fedorová, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2012/2013.

L.S.

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 13.05.2013

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá posouzením ekonomického vývoje v zadaných podnicích s účastí rizikového kapitálu a zhodnocením tohoto vývoje během působení investora v těchto podnicích. Ekonomický vývoj zadaných podniků je sledován na základě vybraných ukazatelů finanční analýzy. Teoretická část práce je zaměřena na vybrané poznatky týkající se finanční analýzy a rizikového kapitálu. Analytická část hodnotí ekonomický vývoj v zadaných podnicích na základě vybraných ukazatelů a obsahuje návrhy na zlepšení jejich ekonomického vývoje. V poslední části je porovnán vývoj ukazatelů vstupujících do výzkumného záměru, a jsou zde uvedeny návrhy na jejich možné zlepšení.

Klíčová slova

Podnik, financování podniku, finanční analýza, venture kapitál

Abstract

This diploma thesis deals with evaluation of economic development in assigned companies with venture capital and it deals with assessment of this development during the work of investor in these companies. The economic development of assigned companies is observed on the basis of chosen indicators of financial analysis. The theoretical part of this final work is focused on chosen findings concerning financial analysis and venture capital. The analytical part evaluates economic development in assigned companies on the basis of chosen indicators and it includes suggestions concerning improvement of their economic development. The last part compares development of indicators entering the research intention and there are suggestions concerning their further improvement.

Keywords

Company, corporate financing, financial analysis, venture capital

Bibliografická citace diplomové práce

TATARKOVÁ, E. *Ekonomický vývoj podniků financovaných rizikovým kapitálem*.
Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2013. 106 s. Vedoucí
diplomové práce doc. Ing. Anna Fedorová, CSc..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně a s využitím literatury uvedené v seznamu použité literatury. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne

.....

Bc. Eliška Tatarková

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucí diplomové práce doc. Ing. Anně Fedorové, CSc. za metodické vedení a věcné připomínky při zpracování diplomové práce. Velké poděkování také patří mé rodině a nejbližším přátelům, kteří mě podporovali během celého studia.

.

Obsah

Úvod	10
1 Cíl diplomové práce	11
1.1 Postup vypracování	11
2 Teoretická východiska	12
2.1 Podnik a jeho cíle	12
2.2 Informace o finančním stavu podniku.....	13
2.2.1 Zdroje informací	13
2.3 Vybrané aspekty finanční analýzy	14
2.3.1 Metody finanční analýzy	15
2.3.2 Definice ukazatelů použitých při analýze podniků.....	16
2.4 Financování podniku.....	20
2.5 Private equity a venture kapitál.....	22
2.5.1 Vývojové fáze	24
2.5.2 Princip financování rizikovým kapitálem.....	25
2.5.3 Proces financování rizikovým kapitálem.....	25
2.5.4 Due diligence	29
2.5.5 Monitorování investic a řešení krizových situací	32
2.5.6 Dezinvestice.....	32
2.5.7 Vztah mezi podnikem a investorem.....	34
2.5.8 Faktory úspěšnosti a kritéria rozhodování investorů soukromého kapitálu	35
2.5.9 Výhody a nevýhody financování formou venture kapitálu	36
2.5.10 Stav v Evropě, regionu CEE a ČR.....	37
3 Analytická část	41
3.1 Rozbor ekonomické výkonnosti podniků.....	41
3.1.1 Ataxo Czech s.r.o.....	41
3.1.2 Geewa s.r.o.	47
3.1.3 Internet Mall a.s.	53
3.1.4 Invia CZ, a.s.....	59
3.1.5 Kofola a.s.	66
3.1.6 Papcel a.s.	72

3.1.7	České Radiokomunikace a.s.	79
4	Výsledné zhodnocení ekonomického vývoje.....	86
4.1	Vývoj ukazatele ROA	86
4.2	Vývoj ukazatele ROE.....	88
4.3	Vývoj ukazatele tržeb.....	89
4.4	Vývoj ukazatele aktiva netto	91
	Závěr	94
	Seznam použitých zdrojů	96
	Seznam použitých zkratk	99
	Seznam obrázků	100
	Seznam tabulek	101
	Seznam grafů.....	104
	Seznam příloh.....	105

Úvod

Venture kapitál, jehož účast je právě v zadaných podnicích pro tuto diplomovou práci sledována, je označován jako alternativní forma financování, která se vyznačuje jistými specifiky, a stejně jako jiné formy financování přináší jisté výhody i nevýhody, a to jak pro podnik do kterého vstupuje, tak i pro samotného investora. Na rozdíl od bank, které prověřují především bonitu svého partnera, se investoři venture kapitálu rozhodují hlavně na základě atraktivnosti podnikatelského plánu a růstového potenciálu daného podniku. Tito investoři na sebe přenášejí riziko spojené s případným neúspěchem, díky kterému mohou přijít o prostředky vložené do daného podniku, proto je tento kapitál označován jako "venture", neboli rizikový kapitál.

Cílem této diplomové práce je posouzení vlivu venture kapitálového financování na ekonomický vývoj v zadaných podnicích, identifikování případných společných znaků vývoje u vybraných ukazatelů finanční analýzy, a navržení postupů, které by mohly vést k jejich celkovému zlepšení. V zadaných podnicích je společným prvkem stejný rok vstupu investora.

Ekonomický vývoj v zadaných podnicích bude posuzován na základě vybraných ukazatelů finanční analýzy, které budou v diplomové práci blíže specifikovány. Pro posouzení vlivu investora bude ve všech podnicích postupováno shodně, tedy nejprve bude analyzován rok před vstupem investora, a poté průběh jeho investování. U ukazatelů vstupujících do výzkumného záměru bude dále porovnán jejich vývoj v jednotlivých podnicích a navržení postupů na jejich zlepšení.

Diplomová práce je zpracovávána jako součást řešení výzkumného záměru s názvem “Výzkum interních a externích faktorů ovlivňující hodnotu podniku,” vedeným pod číslem FP-S-13-2064, financovaného Interní grantovou agenturou VUT, IGA VUT.

1 Cíl diplomové práce

Cílem diplomové práce je posoudit ekonomický vývoj v zadaných podnicích s účastí rizikového kapitálu prostřednictvím vybraných ukazatelů finanční analýzy. Dále identifikovat problémy v daných podnicích a navrhnout možné řešení pro zlepšení jejich ekonomického vývoje.

1.1 Postup vypracování

Teoretická část diplomové práce je zaměřena na poznatky z odborných literárních zdrojů týkající se financování podniků formou venture kapitálu a vybraných aspektů finanční analýzy použitých pro analyzování ekonomického vývoje podniků.

Analytická část práce zahrnuje stručné informace o vybraných podnicích, následné propočty zvolených ukazatelů finanční analýzy a na jejich základě provedené celkové zhodnocení ekonomického vývoje podniků. Podniky byly zvoleny na základě prováděného výzkumu, a to dle stejného roku vstupu investora.

Dále bude u ukazatelů vstupujících do výzkumu provedena analýza společných prvků vývoje u všech sledovaných podniků zároveň s návrhy na možné zlepšení jejich vývoje.

2 Teoretická východiska

Pro potřeby práce je nutno vymezit základní pojmy týkající se podniku, jeho ekonomického vývoje, finanční analýzy a jejích metod, a v neposlední řadě taktéž osvětlit pojmy private equity a venture capital, jímž byly vybrané podniky financovány.

Ekonomickou analýzu lze dle Synka a kolektivu definovat takto: *"Ekonomickou analýzu budeme chápat jako sledování určitého ekonomického celku, jeho rozklad na dílčí složky a jejich podrobnější zkoumání a hodnocení za účelem stanovení způsobů jejich zlepšení, a jejich opětovnou skladbu do upraveného celku, a to s cílem zlepšení jeho fungování a zvýšení výkonnosti."*¹

2.1 Podnik a jeho cíle

Podnikem se dle Obchodního zákoníku České republiky rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. *"K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit."*²

Názory autorů na definici cílů podniku se často liší a je možné je sledovat z mnoha pohledů. Všeobecně lze říci, že dříve byla hlavním cílem maximalizace zisku, zatímco v současnosti se dbá především na maximalizaci tržní hodnoty podniku.

Cíle podniku lze také sledovat z pohledu shareholder (vlastníků) a stakeholder (zainteresovaných subjektů), jejichž hlavní zájmy se rozcházejí. Koncept Shareholder Value sleduje za nejdůležitější právě zájmy vlastníků, kteří nesou podnikatelské riziko. Za hlavní cíl podniku je pak pokládáno tedy zvyšování hodnoty vlastního kapitálu, které lze srovnávat se ziskem.

Opačným přístupem je přístup stakeholders, který sleduje zájmy všech zainteresovaných subjektů. Jedná se tedy o to, že kromě ekonomických cílů sledovaných vlastníky podniku se také berou v potaz například sociální cíle sledované zaměstnanci, či ekologické cíle, jež jsou zájmem veřejnosti.³

¹ SYNEK, M.; KOPKÁNĚ, H.; KUBÁLKOVÁ, M. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza.*, str. 8.

² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

³ WÖHE, G., KISLINGEROVÁ, E. *Úvod do podnikového hospodářství*, str. 76-77.

2.2 Informace o finančním stavu podniku

Informace o finančním stavu podniku mohou zajímat mnoho různých subjektů, které přicházejí s daným podnikem do kontaktu. Z pohledu investorů poskytujících kapitál podniku je výkonnost podniku sledována především ze dvou důvodů. Prvním důvodem je získání informací pro rozhodování o možných investicích v podniku, důraz je pak kladen na míru rizika a výnos spojený s vloženým kapitálem. Druhým důvodem je posouzení toho, jakým způsobem podnik nakládá se zdroji, které podnik již od investorů získal.⁴

2.2.1 Zdroje informací

Základním zdrojem informací je účetní závěrka, která je v České republice upravena zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví. Kromě účetních závěrek lze jako zdroj informací použít i výroční zprávy, které zpracovávají především účetní jednotky podléhající auditu (přesná definice je uvedena v § 21 Zákona o účetnictví). Účetní závěrka je tvořena účetními výkazy, kterými jsou rozvaha, výkaz zisků a ztrát, příloha, může také zahrnovat i přehled o peněžních tocích a přehled o změnách vlastního kapitálu.⁵

Rozvaha

Rozvaha obsahuje údaje o stavu majetku a zdrojů k určitému datu. Jedná se o tzv. stavové ukazatele, a odpovídá na otázku "Jaká je situace k datu jejího sestavení?" Rozvaha uvádí informace o stavu aktiv společnosti, tedy co podnik vlastní (např. dlouhodobý majetek, zásoby, hotovost atd.) a co mu dluží jiné subjekty (např. pohledávky, majetkové účasti atd.). V pasivech je pak uveden způsob, jakým byla financována aktiva společnosti, tzn. údaje o vlastním kapitálu a údaje o cizích zdrojích (např. bankovní úvěry, závazky atd.). V potaz je však třeba brát i slabé stránky rozvahy, jako je např. použití historické hodnoty pro ocenění aktiv a pasiv.⁶

Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty by měl podávat informace o tom, jak byl podnik úspěšný, tedy jakého výsledku dosáhl svojí podnikatelskou činností. Vyjadřuje vztahy mezi výnosy podniku vytvořenými za určité období a náklady s nimi spojené. Přitom je brán v potaz

⁴ KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*, str. 48.

⁵ Tamtéž, str. 50-52.

⁶ WÖHE, G., KISLINGEROVÁ, E. *Úvod do podnikového hospodářství*, str. 18-27.

akruální princip účetnictví, kdy jsou za výnosy považovány peněžní částky získané podnikem za dané účetní období, a to bez ohledu na to, zda byly v tomto období inkasovány. Náklady pak představují peněžní částky vynaložené na získání výnosů, bez ohledu na to, zda byly skutečně ve stejném období zaplacený. Nejedná se tedy o skutečné hotovostní toky, z čehož vyplývá, že ani výsledný čistý zisk nevyjadřuje skutečnou hotovost vlastněnou podnikem. Jistá pozornost by měla být věnována položkám nesouvisejícími přímo s provozní činností podniku, jelikož by mohly ovlivňovat analyzovanou výkonnost firmy, například se jedná o tržby z dlouhodobého majetku a materiálu.

Příloha účetní závěrky

Příloha je tvořena za účelem podání doplňujících informací k rozvaze a výkazu zisků a ztrát, především pak poskytuje informace o majetku, závazcích, vlastním kapitálu, nákladech, výnosech a hospodářském výsledku.

Samotné účetní výkazy nejsou pro zhodnocení vývoje podniku dostačující, je potřeba vyhledávat i další zdroje jako jsou například předpovědi analytiků, oficiální ekonomická statistika, informace o vývoji makroekonomické situace a vývoji v oboru podnikání, firemní statistiky, interní směrnice, zprávy vedoucích pracovníků, auditorů, komentáře manažerů, odborný tisk a mnohé další. V podstatě se jedná o veškeré zdroje umožňující lepší poznání situace ve které se nachází podnik a jeho okolí.⁷

2.3 Vybrané aspekty finanční analýzy

Pojem "finanční analýza" lze jistě definovat mnoha způsoby. V podstatě se však dá říct, že se jedná o systematický rozbor získaných dat obsažených zejména v účetních výkazech. Ve finanční analýze by mělo být obsaženo hodnocení minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek podniku.⁸

Finanční analýza je důležitá pro řízení firmy, manažeři na jejím základě uskutečňují různá rozhodnutí v podniku. Finanční analýza působí jako zpětná informace o tom, čeho podnik v jednotlivých oblastech dosáhl, tedy co se mu podařilo splnit, a naopak v čem má nedostatky, případně zda mohl předejít jistým nenadálým situacím, které za dané

⁷ KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*, str. 66-78.

⁸ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, str. 9.

období nastaly. Výsledky finanční analýzy mají význam především pro interní potřeby firmy, jsou však významné i pro ostatní uživatele, kteří nejsou součástí podniku, ale jsou s ním nějakým způsobem spjati, např. hospodářsky, finančně atd.

Autorky Knápková a Pavelková ve své knize definují účel finanční analýzy takto:

*"Finanční analýza slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Pomáhá odhalit, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností."*⁹

2.3.1 Metody finanční analýzy

Pro finanční analýzu podniku se využívá zejména těchto základních metod:

- **Analýza absolutních ukazatelů** - používá se k vyjádření majetkové a finanční struktury podniku. Využívá se pro ni horizontální analýzy, která zkoumá vývojové trendy, a vertikální analýzy vyjadřující procentní rozbor jednotlivých položek rozvahy.

- **Analýza tokových ukazatelů** - jedná se o analýzu tokových veličin jako jsou především výnosy, náklady, zisk a cash flow, stejně jako u absolutních ukazatelů se zde využívá horizontální a vertikální analýza.

- **Analýza rozdílových ukazatelů** - používá se především k určení a řízení finanční situace podniku se zaměřením na jeho likviditu. Nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál.

- **Analýza poměrových ukazatelů** - je jednou z nejpoužívanějších a nejoblíbenějších metod finanční analýzy a to především proto, že umožňuje získat relativně rychle představu o finanční situaci v podniku. Dává do poměru různé položky rozvahy, výkazu zisku a ztráty, případně i cash flow, díky čemuž lze zkonstruovat velké množství ukazatelů. Tyto ukazatele jsou pak dle oblastí hodnocení hospodaření a finančního zdraví podniku rozděleny do skupin na ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity, případně další.¹⁰

- **Analýza soustav ukazatelů** - soustavy ukazatelů se vytváří k posouzení celkové finanční situace podniku. S větším množstvím ukazatelů v modelu lze lépe zobrazit finančně-ekonomickou situaci podniku, současně však velký počet ukazatelů znesnadňuje orientaci a výsledné hodnocení firmy. Existují tedy jak modely založené na

⁹ KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*, str. 15.

¹⁰ Tamtéž, str. 59-83.

větším počtu ukazatelů, tak i modely ústící do jediného čísla, tzv. hodnotícího koeficientu.¹¹

2.3.2 Definice ukazatelů použitých při analýze podniků

Vzhledem k počtu analyzovaných firem nelze pro potřeby této práce využít všech metod finanční analýzy a podrobit firmy detailnější analýze, snahou autorky tedy bylo takové portfolio ukazatelů, které by mělo dostatečně vyjádřit ekonomický vývoj daných podniků za sledované období.

ROA (ukazatel rentability celkových vložených aktiv) - poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do společnosti, a to bez ohledu na to, z jakých zdrojů tyto aktiva pochází (vlastní, cizí, krátkodobé, dlouhodobé). Pokud je do čitatele dosazen EBIT, pak ukazatel vykazuje hrubou produkční sílu aktiv před odpočtem daní a nákladových úroků. Takovýto výpočet je vhodný při srovnávání firem s různými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích.

Je-li do čitatele dosazen čistý zisk po zdanění zvýšený o zdaněné úroky, poměrují se tak vložené prostředky nejen se ziskem, ale i s úroky, které vyjadřují odměnu věřitelům za jejich zapůjčený kapitál. Fiktivní zdanění úroků ukazuje skutečnou hodnotu cizího kapitálu.

$$ROA = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{aktiva}}$$

Pro účely práce bude do čitatele dosazován pouze čistý zisk po zdanění, neboli EAT. V rámci práce jsou srovnávány pouze vybrané podniky z českého prostředí, které podléhají stejnému zdanění, proto není důvod dosazovat do čitatele EBIT. Z hlediska investora je taktéž lepší sledovat rentabilitu z pohledu čistého zisku a nezahrnovat do rentability daň, jakožto další nutný odvod.¹²

ROE (ukazatel rentability vlastního kapitálu) - vyjadřuje míru ziskovosti z vlastního kapitálu, pomocí které vlastníci zjišťují, zda-li jim vložený kapitál přináší dostatečný výnos, a jestli je využíván s intenzitou přiměřenou velikosti jejich investičního rizika. Do čitatele se obvykle dosazuje čistý zisk po zdanění, neboli EAT, který bude použit

¹¹ SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*, str. 101.

¹² Tamtéž, str. 63.

i pro tuto diplomovou práci. Do jmenovatele se dosazuje vlastní kapitál, u kterého existuje možnost úprav, například o některé z fondů. Investor pak sleduje ROE ve srovnání s úroky, které by získal při jiné formě investování (z obligací, termínovaného vkladu, cenných papírů, apod.), a považuje za důležité, aby ROE bylo vyšší než tyto úroky. Tento požadavek má své oprávnění, investor totiž nese relativně vysoké riziko, díky němuž při špatném hospodaření firmy či případnému bankrotu může přijít o svůj kapitál. Bude-li hodnota ROE dlouhodobě nižší nebo rovna výnosnosti cenných papírů garantovaných státem, bude to pro firmu nespíš špatným znamením, protože investor bude hledat jiné možnosti investování, při nichž by zhodnotil svůj kapitál výnosnějším způsobem.¹³

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

ROS (ukazatel rentability tržeb) - vyjadřuje ziskovou marži, která je důležitým měřítkem pro hodnocení úspěšnosti podniku. Stejně jako u výše zmíněných rentabilit bude k výpočtu využít čistý zisk po zdanění.¹⁴

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$$

Tržby - jsou pro investora velmi důležitým ukazatelem. Dle aktuálního principu účetnictví vyjadřují tržby peněžní částky, které podnik získal ze svých činností za dané účetní období, a to bez ohledu na to, zda byly v tomto období inkasovány.¹⁵

Důvodem zvolení ukazatele tržeb je vysledování, zda ve firmě po vstupu investora dojde ke zlepšení, a tím pádem ke zvýšení tržeb. Pro potřeby této diplomové práce bude vývoj tržeb sledován jako součet řádků I. Tržby za prodej zboží a II. 1. Tržby za prodej výrobků a služeb uvedených ve výkazu zisku a ztráty. Zvolené tržby vystihují hlavní činnosti podniku, proto by bylo nevhodné do srovnání zahrnovat ostatní tržby, které by například v případě nárazového prodeje majetku mohly zkreslovat pohled na daný ukazatel.

¹³ SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*, str. 63-64.

¹⁴ KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*, str. 96.

¹⁵ KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*, str. 66.

Přidaná hodnota - je stavovým ukazatelem, který vyjadřuje obchodní marži podniku spolu s výkony podniku snížené o výkonovou spotřebu. Dalo by se říct, že představuje hodnotu, kterou podnik "přidal" k nakoupeným vstupům.¹⁶ Dle vyhlášky č.500/2002 Sb. je obsahové vymezení položky přidaná hodnota z výkazu zisku a ztráty definováno takto: "*Položka "+ Přidaná hodnota" obsahuje součet položky "+ Obchodní marže" a rozdílu položek "II. Výkony" a "B. Výkonová spotřeba"*".¹⁷

Aktiva netto - jsou dalším sledovaným ukazatelem. Aktiva přinášejí určitý ekonomický prospěch do budoucna, a jejich prostřednictvím je také uskutečňována činnost podniku, proto je důležité sledovat jejich vývoj. Z důvodu snižování jejich hodnoty opotřebením a jinými vlivy je opodstatněné jejich sledování v netto podobě, která je v české legislativě definována následovně:

*"V rozvaze (bilanci) za běžné účetní období se uvádí výše aktiv podle jednotlivých položek neupravená o opravné položky a oprávky (brutto), výše opravných položek a oprávek k nim se vážícím (korekce) a výše aktiv snížená o opravné položky a oprávky (netto)."*¹⁸

Výkonnost zaměstnance - jedná se o očištěný výsledek hospodaření vztažený na jednoho zaměstnance, jenž ve své práci použily a definovaly autorky Rajchlová a Fedorová. V zahraničních studiích je často pozorován růst počtu zaměstnanců v podnicích do nichž byl vložen venture kapitál, avšak sledování absolutního počtu zaměstnanců nemusí vystihovat pozitivní vliv na vývoj v podniku, proto je vhodné sledovat jejich přínos k výsledkům podniku. Výkonnost zaměstnance se vypočítá následujícím způsobem:

$$VZ = \frac{\text{provozní výsledek hospodaření očištěný}}{\text{průměrný přepočtený stav zaměstnanců}}$$

Provozní výsledek hospodaření očištěný se pak vypočítá tak, že se od provozního výsledku hospodaření odečtou tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, které

¹⁶ Přidaná hodnota. In: *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2013-03-29]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/iSMS/ukazdet.jsp?&fid=894>

¹⁷ Vyhláška č. 500/2002 Sb.

¹⁸ Tamtéž.

mohou zkreslovat skutečnou výkonnost podniku, a přičte se zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.¹⁹

Obrat aktiv - ukazatel obratu aktiv patří mezi ukazatele aktivity, které měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. Pro potřeby své práce budu do tohoto ukazatele dosazovat již výše zmíněné tržby za prodej zboží a tržby za prodej výrobků a služeb jimiž je vyjádřena hlavní činnost podniku. Do jmenovatele budou dosazena celková aktiva netto, jejichž výše se vstupem investice často mění.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Minimální doporučená hodnota tohoto ukazatele je 1, všeobecně lze ale tvrdit, že čím vyšší hodnota, tím lépe. Hodnota ukazatele může být však určena i odvětvím. Nízká hodnota zpravidla značí přehnanou majetkovou vybavenost podniku a její neefektivní využití.²⁰

Běžná likvidita (current ratio) - vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky. Její výpovědní hodnota může být zkreslena strukturou zásob a jejich realistickým ocenění ve vztahu k jejich prodejnosti. Zásoby, které jsou vyhodnoceny jako neprodejné, by měly být pro výpočet ukazatele odečteny, protože nepřispívají k likviditě podniku. Stejně tak by měla být zvažena i struktura pohledávek, a to zejména z hlediska pohledávek po lhůtě splatnosti a nedobytných pohledávek. Doporučená hodnota by měla dosahovat minimálně 1,5, v případě, že se hodnota rovná 1, dochází k rovnosti oběžného majetku a krátkodobých závazků, a likvidita podniku může být hodnocena jako značně riziková. Za velmi rizikové je považováno, když podnik využívá část krátkodobých cizích zdrojů k financování dlouhodobého majetku. Pokud je hodnota ukazatele naopak příliš vysoká, jedná se nejspíš o zbytečně vysokou hodnotu čistého pracovního kapitálu a drahé financování.²¹

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

¹⁹ RAJCHLOVÁ, J.; FEDOROVÁ, A. *Financování českých podniků rizikovým kapitálem a vývoj výkonnosti jejich zaměstnanců. TRENDRY EKONOMIKY A MANAGEMENTU*, str. v tisku.

²⁰ KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*, str. 102.

²¹ Tamtéž, str. 90.

Celková zadluženost - ukazuje poměr cizích zdrojů na aktiva. Řada autorů odborné literatury udává doporučenou hodnotu mezi 30 - 60 %. Při hodnocení celkové zadluženosti je nutno brát v potaz odvětví působení daného podniku a také schopnost splácet úroky plynoucí z dluhů.²²

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$$

Úrokové krytí - je velmi důležitým ukazatelem v případě financování cizími úročenými zdroji, vystihuje totiž schopnost podniku splácet tyto nákladové úroky ze zisku. V případě, že by ukazatel dosáhl hodnoty 1, znamenalo by to, že je podnik sice schopen z vytvořeného zisku splácet nákladové úroky, ale nebyl by již schopen platit státu daně, ani vyplácet podíly na zisku vlastníkům. Tato hodnota by tedy byla považována za nedostačující.²³

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

Vzorek podniků a metodika

Podniky byly vybrány na základě již zmíněného prováděného výzkumu, a to dle stejného roku vstupu investora. Pro výpočet stanovených ukazatelů bude postupováno u všech podniků shodně. Nejprve budou vypočteny hodnoty ukazatelů rok před vstupem investora, a poté bude sledován vývoj v jednotlivých letech za dobu jeho působení, vzhledem k tomu, že u zvolených podniků nedocházelo k vystoupení investora (k výstupu investora došlo pouze u společnosti České Radiokomunikace, a to v roce 2011), budou tyto ukazatele sledovány až do roku 2011, novější údaje nejsou dosud k dispozici. Údaje použité pro tuto práci jsou převzaty z veřejně přístupných účetních závěrek, případně z webu daných podniků.

2.4 Financování podniku

Financováním nazýváme tu činnost podniku, která se zabývá získáváním a rozdělováním, neboli alokací, finančních zdrojů potřebných pro samotné fungování

²² KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*, str. 84.

²³ Tamtéž, str. 85-86.

firmy. Financování je ovlivněno především dvěma faktory, a to časem a rizikem. V podniku jej lze klasifikovat podle několika hledisek.

Podle původu kapitálu ho můžeme rozlišit na:

- vnitřní (interní) financování, jehož zdrojem je hospodářská činnost podniku, spadá sem především zisk, odpisy a dlouhodobé rezervní fondy
- vnější (externí) financování, při kterém kapitál přichází do podniku z vnějšku, mezi hlavní zdroje patří vklady a podíly zakladatelů, vlastníků a spoluvlastníků²⁴

Za základní zdroj financování jsou pokládány vlastní zdroje. Tím, že podnikatel vkládá do podnikání vlastní zdroje, zpravidla své úspory, dává najevo důvěru ve svůj podnikatelský záměr. Pokud by podnikatel nevložil své peníze do podnikání, těžko by mohl očekávat podporu jiných osob, ať už ve formě vkladu nebo půjčky.

Vlastní a cizí zdroje financování

Mezi vlastní zdroje financování, neboli equity capital, se zahrnuje vklad podnikatele, dary a dotace, vklady profesionálních investorů (business angels, venture capital), emise akcií. Tyto pak mají charakter dodatečného vkladu a bývají označovány jako externí vlastní zdroje financování.

Vlastními zdroji jsou i interně vytvořené zdroje financování, mezi které patří nerozdělený zisk minulých let, zisk běžného období, fondy vytvořené ze zisku, odpisy a rezervy. Zisk vytvořený podnikem je pak rozdělen vlastníkům, a to dle poměru vkladů, kterým se podílejí na základním kapitálu, pakliže ve stanovách společnosti není stanoveno jinak.

Často opomíjeným zdrojem financování běžné činnosti podniku jsou odpisy. Odpisy vyjadřují peněžní opotřebení dlouhodobého majetku podniku, jsou součástí provozních nákladů a snižují výsledek hospodaření podniku. Odpisy jsou stabilním, a taky často jediným zdrojem interního financování podniku. Po určitou dobu s nimi podnik může volně disponovat, a použít je k financování provozních potřeb, na splátky dluhu, nebo také k financování investičních projektů.

²⁴ SYNEK, M., KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Podniková ekonomika*, str. 243-245.

Do kategorie vlastních zdrojů se řadí také některé typy tzv. smíšeného, neboli hybridního financování, mezi takto nabytý kapitál se řadí emise prioritních akcií a vklad tichého společníka. Investoři tohoto typu přicházejí o některá práva, jako např. podílet se na řízení, a za to naopak nabývají právo na zaručený výnos.

Financování podniku cizími zdroji má charakter externích zdrojů a podnik s nimi může disponovat pouze po omezenou a dopředu známou dobu. Poskytovatelé takových zdrojů jsou v postavení věřitelů a získaný kapitál nabývá charakter dluhu.

Mezi cizí zdroje financování jsou řazeny bankovní a obchodní úvěry, dluhopisy, finanční a provozní leasing, faktoring a forfaiting, případně i formy hybridního financování. Podle českých účetních standardů patří mezi cizí zdroje i rezervy.²⁵

2.5 Private equity a venture kapitál

Definovat pojmy private equity a venture capital není jednoduché, avšak názory autorů se v mnohém shodují. Tyto pojmy bývají shodně překládány jako soukromý a rizikový kapitál.

Autoři Dvořák a Procházka používají pro pojem venture capital označení rizikový a rozvojový kapitál. Za rizikový kapitál pokládají takový kapitál, který je investován do základního kapitálu firmy bez předchozí historie, případně do nově vznikající firmy. Taková investice pak má umožnit rozběh a realizaci nadějného projektu. Za rozvojový kapitál chápou investici do již fungujícího podniku, který vyžaduje více kapitálu pro financování rychlejšího růstu, realizaci nových záměrů nebo získání nových trhů.²⁶

Autorka Polednáková uvádí, že se pojmy venture capital a private equity užívají v Evropě zpravidla jako synonyma. Naproti tomu v USA vnímají rozdíl mezi financováním formou venture capital a financováním "byu-out/buy-in" transakcí.

²⁵ REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*, str. 24-26.

²⁶ DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*, str. 18.

Polednáková dále popisuje venture capital jako kapitál investovaný do projektů s nejistou úspěšností, avšak v případě dobrého vývoje s přínosem vysokého zhodnocení.²⁷

Rajchlová se ve své práci navíc doplňuje, že rizikový kapitál nemusí nutně vést k rozvoji podniku, případně k jeho růstu a zvyšování hodnoty, a proto zastává označení rizikový kapitál, nikoliv rizikový a rozvojový kapitál.²⁸

CVCA vymezuje tyto pojmy následovně: *"Private equity a venture capital (PE/VC) jsou alternativním zdrojem financování inovativních projektů a podniků s potenciálem rychlého růstu. Anglický pojem private equity (někdy také překládáno jako soukromý kapitál) znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze. Investuje se do podniků, které mají potenciál pro tvorbu hodnoty a růst tržního podílu a jejichž podnikatelský plán má za cíl vyrábět a nabízet vysoce inovativní produkt, proces či technologii.*

Budeme-li se blíže zabývat definicemi private equity a venture capital, můžeme se shodnout na následujícím vysvětlení. V obou případech jde o investici do veřejně neobchodované společnosti, za kterou investor získá podíl na základním kapitálu. Pojem private equity je názvem celé skupiny těchto investic. Private equity v sobě zahrnuje odkupy firem firemním (buy-out) nebo externím managementem (buy-in), ale i venture kapitál, což je kapitál investovaný do založení (seed), rozběhu (start-up) a dalšího rozvoje podniku.

Venture capital je v našem prostředí chápán jako středně až dlouhodobý kapitál investovaný formou kapitálového vstupu do společnosti. Za investici získává fond venture capital podíl na základním kapitálu podniku a společně s finančními prostředky předává firmě také odbornou pomoc (princip "chytrých peněz"). Nejčastěji se jedná o finanční a strategickou pomoc při rozvoji firmy. Forma odborné pomoci se u jednotlivých investic liší a záleží na investorovi a podniku, na jaké formě se společně dohodnou. Může jít o aktivní posílení týmu ve vrcholových manažerských pozicích nebo pasivní roli poradce ve finanční oblasti. Investor většinou firmu obohatí o kontakty,

²⁷ POLEDNÁKOVÁ, Anna a kol. *Vplyv finančných trhov na finančné riadenie podnikov pôsobiacich v SR a ČR v kontexte súčasných globálnych procesov*, str. 29.

²⁸ RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky.*, str. 17.

které mohou být přínosné v různých oblastech podnikání a při získávání nových zákazníků. "29

Autorka práce souhlasí s výše uvedenými definicemi, ale přiklání se k názoru Rajchlové, která zastává označení pouze rizikový kapitál, nikoliv rizikový a rozvojový kapitál. V této práci bude dále pro pojem rizikový kapitál používáno označení venture kapitál.

2.5.1 Vývojové fáze

Early Stage (Seed, Start-up)

V této vývojové fázi jsou předmětem financování projekty výzkumu a vývoje, z nichž následně vychází zpracování podnikatelského plánu, založení podniku, zahájení výroby a uvedení produktu na trh. Rozhodujícími determinanty úspěchu jsou podnikatelská myšlenka zakladatele, ve většině případů zastoupena jeho technickým know-how, a kvalita manažerského týmu. Tato fáze se vyznačuje vysokou rizikovostí investice.

Later Stage Venture

Jedná se o financování již existujících podnikatelských subjektů. Koncentrace podnikatelských aktivit je pak zaměřena zejména na rozšíření výroby a odbytu. Kromě menšího technického vývojového rizika vedou narůstající tržní úspěchy ke snižování nejistoty k přijetí výrobku trhem. Podnik se zpravidla již ocitá v zóně zisku a vytváří interní zdroje financování. Růst podniku je pak financován zdroji poskytovanými fondy venture kapitálu. Rizikovost investice je nižší než v early stage venture.

Buyouts (Growth, Rescue/Turnaround, Replacementcapital, Buyouts)

Patří mezi transakce typu Private Equity a jedná se o určitou formu odkupu společnosti. Investor koupí většinový podíl na základním kapitálu společnosti, a ten po určité době prodá se ziskem. Společnost do které je investováno, pak získává kapitál a know-how pro svůj další rozvoj. V případě Growth se jedná o investici do relativně zralé společnosti, která investovaný kapitál využije pro expanzi, restrukturalizaci své činnosti, ke vstupu na nové trhy nebo k financování akvizic. Bridge Financing má za cíl posílit poměr vlastního kapitálu společnosti a připravit podnik na realizaci IPO. Existujícím podnikům majícím problém s odbytem je poskytován tzv. Rescue/Turnaround kapitál. Za účelem odkupu podílů v existujících společnostech, případně za účelem

²⁹ Czech Private Equity and Venture Capital Association. [online]. [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/>.

refinancování bankovních úvěrů kvůli snížení zadluženosti je využíván Replacement kapitál. Další možnostmi jsou MBO, tedy odkoupení existující výrobné řady nebo celého podniku stávajícím managementem nebo investory, a MBI umožňující tento odkup managementu mimo podnik. Mezi Buyouts patří také transakce typu Public to Private, kdy se jedná o financování odkupu akcií a jejich stažení z veřejného obchodování a Leveraged Buyout, zahrnující odkup podniku při zdroji financování cizím kapitálem.³⁰

2.5.2 Princip financování rizikovým kapitálem

Financování rizikovým kapitálem lze uskutečnit pomocí přímého a nepřímého podílnictví. Přímé podílnictví je charakterizováno jako realizace investice, kdy jsou peněžní prostředky vloženy do zvoleného projektu přímým transferem.

Naopak nepřímé podílnictví se vyznačuje transferem peněžních prostředků prostřednictvím mezičlánků. Nepřímé podílnictví lze dále rozdělit na tzv. projektově orientované podílnictví a fondově orientované podílnictví. U projektově orientovaného podílnictví se jedná o mezičlánek v podobě investiční společnosti, které jsou zřízeny z důvodu realizace jednoho konkrétního projektu. Naproti tomu u fondově orientovaného podílnictví investoři vkládají finanční prostředky do tzv. fondů rizikového kapitálu, kdy jsou dále prostřednictvím manažerské společnosti financovány inovativní podniky, neboli podniky s vysokým potenciálem růstu.

Mezi projektově a fondově orientovaným podílnictvím existuje rozdíl především v diversifikaci rizika a manažerské podpory. V případě projektově orientovaného podílnictví není riziko dostatečně diversifikováno a investiční společnost neposkytuje podporu managementu financovaného projektu. U fondově orientovaného podílnictví je právě díky mezičlánkům v podobě fondů a manažerské společnosti riziko sníženo, navíc manažerská společnost poskytuje podporu managementu v průběhu doby podílnictví.³¹

2.5.3 Proces financování rizikovým kapitálem

Investice venture kapitálu představuje složitý komplex procesů. Fáze investičního procesu v užším smyslu, tj. celý proces od prvního kontaktu s potenciálním klientem,

³⁰ EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buyin in Europe. Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buyin in Europe.*, Brussels: EVCA, Vol. Research paper, I.

³¹ SCHEFCYK, M. *Finanzieren mit venture capital und privateequity*, str. 56-58.

mají různou dobu trvání, tato doba závisí především na míře připravenosti klienta a kvalitě potřebných podkladů, zpravidla však není kratší než jeden měsíc a ani delší než jeden rok. Samotná realizace investice od rozhodnutí o přijetí investice až do podpisu smluv a převodu finančních prostředků netrvá většinou déle než jeden až dva měsíce.

První fáze nastává kontaktováním investičního manažera zájemcem o investici rizikového kapitálu. Většinou v této fázi jedná zájemce s více potencionálními investory. Cílem této etapy je vyjasnění představ obou zúčastněných stran o parametrech investice a vzbuzení zájmu o další podrobnější jednání. Důležitým faktorem je také otázka času, zájemce o investici totiž často požaduje uzavření jednání v určitém blízkém termínu, který fond rizikového kapitálu a jeho manažerská společnost z jakýchkoliv důvodů nemusí být schopni splnit. Pokud se investičnímu manažerovi na základě předběžných jednání jeví možný investiční vstup jako investiční příležitost, která odpovídá kritériím daného investičního fondu, předloží krátkou zprávu o investičním záměru (concept clearance) investiční komisi. V průběhu první fáze uzavírá investiční manažer spolu s žadatelem smlouvu o ochraně důvěrných informací (disclosure agreement) a seznámí jej s požadavky na potřebné podklady pro další jednání. Dle zkušeností bývá v první fázi odmítnuta velká část žadatelů.

Ve druhé fázi předkládá žadatel o investici podnikatelský plán, tento plán by již měl zahrnovat všechny investory požadované dokumenty, potřebné pro jejich rozhodování. Investičním manažerům umožňuje tento plán udělat si představu o podrobných záměrech žadatele o investici. Plán je podroben předběžné prověrce, jež zjišťuje formální úplnost a shodu s parametry požadovaných investiční strategií fondu. Důraz je kladen již na samotnou technickou úroveň zpracování plánu, která hodně vypovídá o manažerských schopnostech jeho předkladatelů.

Míra zaangażovanosti členů investičního výboru se v této rozhodovací fázi liší, někteří již často vznášejí řadu dotazů a požadují další doplňující informace. Pokud investiční výbor vysloví s investicí předběžný souhlas, předkládají investiční manažeři danému zájemci formální odpověď. Druhá fáze tedy končí předložením oficiální nabídky (offer letter), kde se nacházejí informace o výši investice, její struktuře a podmínkách

stanovených fondem pro její realizaci. Tato nabídka je ale podmíněna dalším šetřením, prověřováním a jednáním. Není pro žádnou ze zúčastněných stran právně závazná, vyjadřuje však vážný zájem o dalším jednání o investici a vymezuje rámec dalšího průběhu jednání.

Třetí fáze bývá časově nejnáročnější. Investiční manažeři podrobně zkoumají předložený podnikatelský plán a jeho předkladatele, udávají strukturu a zpracovávají investiční návrh.

Úkolem podrobného prověřování (due dilligence) je nezávislé ověření údajů uváděných v podnikatelském plánu, analyzování jeho technické a finanční proveditelnosti a rozbor možných rizik, které by mohli vzniknout. Často jsou do této fáze začleněni i externí konzultanti, obzvláště z technologických oblastí, kde manažerská společnost většinou nemá vlastní odborníky. Ke spolupráci jsou povoláváni taktéž autorizovaní účetní nebo auditoři, kteří vypracovávají analýzu finanční stránky podnikatelského plánu, zejména za situace, kdy předkládaný podnikatelský plán navazuje na již existující finanční historii daného podniku. Míra formálnosti i detailnosti zpracování analýzy se liší.

Investiční manažeři prověřují také doklady o právním statutu dané společnosti, jejích vlastníků a manažerů. Pokud se jedná o společnost, která je součástí větší finanční skupiny, lze zpravidla využít databáze s množstvím referenčních údajů. Zejména v zahraničí si lze ověřit informace v tzv. černých seznamech (black list), kde je popsáno minulé působení subjektů. U některých společnostech bývá prověřování velmi podrobné, a jsou kontrolovány i dodavatelské, odběratelské či zaměstnanecké smlouvy. Investiční manažeři také získávají informace o společnosti z nezávislých zdrojů, např. od dodavatelů, zákazníků, bank nebo i od bývalých zaměstnanců.

Pokud jde o investiční vstup do již existující společnosti, prověřuje se rovněž ocenění její hodnoty. V průběhu třetí fáze tedy investoři získávají spolehlivé důkazy o pravdivosti předchozích informací, na základě kterých svůj zájem posílí, nebo naopak investici odmítnou.

V této fázi je investice strukturována, jedná se o objemu, časovém rozložení a statutu finančních prostředků, které fond do cílové společnosti poskytne. Pokud je však částka požadované investice příliš vysoká nebo riskantní, mohou se investiční manažeři rozhodnout o syndikaci investice. Syndikace předpokládá spojení několika investorů ke

společné investici. Obvykle jeden z nich vystupuje v roli hlavního investora, který tuto syndikaci organizuje. Pro investory je syndikát výhodný tím, že snižuje podstupované riziko, na druhé straně ale zároveň snižuje jejich zisk v případě úspěchu.

Při strukturování investice se řeší rozdělení finančního vstupu mezi vlastní investici do základního jmění a podřízený úvěr investora. Existují důvody, kdy se vklad celé investice do základního jmění nebude jevit jako výhodný, zpravidla se však jedná o dodržení sjednaného poměru vlastnické struktury. V takovém případě se forma podřízeného úvěru jeví jako přirozená možnost doplnění kapitálového vstupu na požadovanou výši.

Pokud dojde k přijetí vhodné kombinace výše zmíněných forem financování, přichází na řadu dojednání méně podstatných, avšak ne nedůležitých otázek. Jedná se zejména o zastoupení investora v orgánech společnosti a jeho práv, atd.

Na základě prověrování a proběhlých jednání je vypracován investiční návrh (investment proposal), který vychází z předloženého podnikatelského plánu. V investičním návrhu je shrnuto samostatné stanovisko investičních manažerů. V případě nutnosti může mít zpracování investičního návrhu několikakolový průběh, při němž se odpovídá na dotazy členů investičního výboru. Konečný investiční návrh je postoupen investičnímu výboru, který už o něm hlasuje pouze formou ano/ne. Úplnou výjimkou však není ani podmíněný souhlas investičního výboru za přesně formulovaných podmínek.

Čtvrtá fáze začíná schválením investičního návrhu investičním výborem. Probíhají konečná vyjednávání o finálním textu smlouvy, její podpis a následná úhrada finančních prostředků na účet žadatele o investici, či na jiný dojednaný účet. Jednání se účastní právní zástupci obou stran, většinou jde o celý soubor závazných právních dokumentů, potvrzující souhlas managementu se všemi náležitostmi v nich obsažených.³²

³² DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*, str. 93-97.



Obrázek 1: Investiční proces (vlastní zpracování dle³³)

2.5.4 Due diligence

Proces Due Diligence je charakterizován jako soubor specifických procesů, činností a analýz. Výsledky jednotlivých analýz plynoucích z procesů pak vedou k závěrům, které vytváří podpurný materiál pro investory venture kapitálu při jejich rozhodování o přijetí předkládané investice.

Při investování formou venture kapitálu je identifikována informační asymetrie mezi poskytovatelem kapitálu a jeho příjemci. Kvalita investičního portfolia investora závisí především na jeho schopnosti zhodnocení rizik jednotlivých investičních projektů. Pro hodnocení podnikatelských záměrů existuje několik důležitých kritérií, mezi které patří velikost a atraktivita trhu, kvalita managementu, jedinečnost výrobku a intenzita konkurence trhu.

Na základě šetření prováděného autory bylo zjištěno, že proces Due Diligence trvá zpravidla od několika týdnů do několika měsíců. Tento čas pak závisí na organizaci podniku, a dále na tržním zaměření přístupu vlastníků podniku a managementu podniku

³³ Venture kapitál. *Czechinvest: Agentura pro podporu podnikání a investic* [online]. [cit. 2013-01-21]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/venture-kapital>.

k jednání s investorem. Náklady na komplexní Due Diligence jsou vyčísleny od cca 300 000 Kč, konečná částka závisí na prováděných činnostech a časové náročnosti. Jednotlivé typy Due Diligence jsou prováděny většinou interními odborníky, pouze na úkony právního charakteru bývá najímána právní kancelář. Jednotlivé procesy Due Diligence mohou být rozděleny dle jejich zaměření.

V rámci finanční Due Diligence analyzuje investor venture kapitálu finanční aspekt potenciální investice, a zaměřuje se především na předchozí zisky, strukturu vlastního kapitálu a finanční plán investice. Zdroji k zjištění informací o společnosti jsou údaje uvedené v historických účetních výkazech a plánované účetní výkazy. V případě neexistence historických účetních výkazů (např. u early stage) je nutné vycházet z odhadů vycházejících z osobních zkušeností investorů venture kapitálu. Důležitými ukazateli pro investory jsou rentabilita investovaného kapitálu (ROI) a vnitřní výnosové procento (IRR) potenciální investice. Data z finančních analýz lze porovnat například s průměrnými hodnotami pro podobný typ projektu, nebo s hodnotami ostatních investic z portfolia investorů venture kapitálu.

Tržní a produktové Due Diligence je zaměřeno na analýzu možností trhu a inovačního potenciálu produktu. Posuzují se příležitosti a rizika podnikatele v oboru podnikání, např. možnosti vstupu nové konkurence na trh daného výrobku či služby. Z hlediska nabízeného produktu se zkoumá, zda daný produkt či služba má pro zákazníka jednoznačně rozpoznatelný užitek, a zda lze u produktu vyzorovat zlepšení v porovnání s podobnými produkty na trhu. Tato charakteristika je nutná pro všechny vývojové fáze, kromě těchto charakteristik je nutná akceptace produktu ze strany trhu a prokazatelná poptávka, především pro investory vstupující do podniku ve fázi buyouts. Ve vztahu objektu financování k vývojové fázi lze spatřovat rozdílné požadavky, např. ve fázi early stage je upřednostňována vysoká míra růstu trhu a malé konkurenční prostředí, naproti tomu ve fázi later stage a buyout se klade naopak důraz na funkční distribuční kanály.

Dalším procesem je právní Due Diligence, v němž se analyzují především majetkové vztahy, vlastnické vztahy, stanovy a všechny důležité smlouvy. Za rozhodující jsou pak považovány uzavřené kontrakty s dodavateli, zákazníky, bankami, pojišťovnami, pronajímateli nebo jinými obchodními partnery.

Analýzy v procesu Due Diligence managementu jsou zaměřeny na osoby, tedy na manažery a jejich schopnosti. Investor venture kapitálu se stává po vložení dohodnutého finančního podílu do základního kapitálu podniku jeho spoludávatelem, čímž mu vzniká právo být se současným managementem v úzkém kontaktu a podílet se na různých rozhodnutích, proto vzniká nutnost ohodnotit i osobnosti vedení podniku a způsob vedení podniku. Především v počátečních fázích rozvoje podniku je vyžadována od managementu mimořádná výkonnost a odolnost. Management by měl být schopen mimo jiné rozpoznat riziko a správně jej vyhodnotit, stejně tak by měl být schopen vystihnout problémy, definovat cíle a ovládat delegování pravomocí.

Ve všech vývojových fázích je za nejdůležitější považována míra seznámení managementu s cílovým trhem produktu či služby, které firma nabízí. Nutností je mít co nejpřesnější informace o trhu, na kterém firma působí, nebo na který se chystá vstoupit. Dále se také posuzuje kompetentnost managementu a potřebné zkušenosti.

Investoři venture kapitálu dávají přednost společnostem s prověřeným týmem manažerů a skupinou kvalifikovaných odborníků. Důvodem je předpoklad nižší pravděpodobnosti selhání celého týmu než v případě jednotlivce, na němž je vystaven celý podnik. Osobnost manažerů je nejdůležitější ve fázi early stage, zde je totiž produkt nebo služba představována právě manažerem, případně vlastníkem, kterého nelze jednoduše nahradit. V pozdějších fázích je provádění změn značně jednodušší.

Po detailním prozkoumání jednotlivých dílčích oblastí přichází na řadu tzv. analýza rizik, kdy jsou srovnávány všechny možné rizika, které by mohly nastat, především se jedná o oblasti tržního rizika, technologického rizika, finančního rizika a rizika selhání managementu.

Po vyjádření stávajících rizik je možno přistoupit k analýze dalšího vývoje. Váha jednotlivých složek Due Diligence je odlišná, největší vliv na rozhodování investora mají závěry z analýz tržní a produktové Due Diligence a Due Diligence managementu. Je to z toho důvodu, že nelze změnit osobnost manažera a ani ovlivnit situaci na trhu, zatímco právní a finanční aspekty jsou řešitelné.³⁴

³⁴ RAJCHLOVÁ, J.; ZINECKER, M.; BROŽ, Z. *Due Diligence Process in the Context of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic*, str. 95-98.

2.5.5 Monitorování investic a řešení krizových situací

Podstatný rozdíl mezi vstupem venture kapitálu a vstupem finančního investora spočívá v tom, že zástupci fondů venture kapitálu působí ve společnosti často i jako finanční, investiční, obchodní a organizační poradci. Mají také vliv na přijímání strategických rozhodnutí. Běžná činnost je pak monitorována na základě pravidelně podávaných zpráv a systému ukazatelů, u nichž jsou známy doporučené hodnoty. Tento systém je založen na ukazatelích finanční analýzy, které jsou doplněny různými informacemi, např. o vývoji fluktuace, počtu a druhu reklamací apod. Pokud jsou sledovány odlišnosti hodnot určených ukazatelů od doporučených nebo požadovaných hodnot, dostává tím správcovská společnost zprávu o existenci určitých problémů a následně se společně s managementem podniku snaží zjištěné odchylky eliminovat.

Příčinou odchylek mohou být vnější vlivy, které společnost nemůže ovlivnit a které zapříčiňují podnikatelské riziko. Jsou však podnětem k přehodnocení investice a potenciálních rizik spojených s investicí. V případě prokázání nepřijatelnosti rizik dochází k předčasnému ukončení investice.

Pokud jsou příčinou odchylek od předpokládaného vývoje vnitřní vlivy, může fond převzít řízení společnosti a následně přejít k rekonstrukci stávajícího managementu společnosti. Jednou z možností řešení by bylo převzetí manažerských funkcí v podniku správcovskou společností, to však není dlouhodobě možné, proto se snaží co nejrychleji najít nové vedení, případně předat řízení strategickému partnerovi působícím ve stejném oboru podnikání. V případě odprodeje akcií strategickému partnerovi se jedná o částečný a nebo úplný odchod ze společnosti, jehož důsledkem je nižší zhodnocení investice.³⁵

2.5.6 Dezinvestice

Dezinvestice představuje poslední etapu z celého investičního procesu pomocí fondů venture kapitálu. Z hlediska společnosti do které bylo investováno se při dezinvestici jedná o změnu vlastnické struktury, případně finanční struktury. Ke změně finanční struktury může dojít jenom za předpokladu částečného nahrazení vlastníka věřitelem, který je ochotný poskytnout dlouhodobé financování. V opačném případě se finanční

³⁵ NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*, str. 116-117.

struktura nemění. Z pohledu fondu venture kapitálu jde o odprodej vlastněného podílu a odchod ze společnosti.

Fond venture kapitálu usiluje o prodej svého podílu v podniku s co největším výnosem. Výnosy inkasované fondem v průběhu investice neodpovídají požadavkům fondu na zhodnocení kapitálu, k tomu dochází až v případě odchodu fondu ze společnosti. Výnos z dezinvestice je pak použit částečně na výplatu podílů investorům fondu, úhradu odměn správcovské společnosti a především na reinvestování kapitálu do dalších projektů. Velmi důležitým předpokladem pro odprodej podílu je jeho ocenění, neboli určení tržní hodnoty podniku. Způsoby dezinvestice jsou pak následující:

Zpětné odkoupení

Tuto možnost výstupu berou fondy často jako pojistku pro případ neschopnosti realizace výstupu jiným způsobem. Manažeři fondu si mnohdy při uzavírání smlouvy o investování vyhražují právo nabídnout své akcie stávajícím vlastníkům případně manažerům. Jedná se o opci vlastněnou fondem, kdy ji fond může využít a prodat své akcie původním vlastníkům, nebo může uskutečnit výstup jinou formou.

Možnost zpětného odkupu chápe management společnosti většinou pozitivně. Jde o způsob, kterým mohou vlastníci nabýt zpět svůj podnik. Při výstupu fondu tímto způsobem bývá odkup akcií původními vlastníky financován úvěrem nebo kombinací s dalším typem venture kapitálu.

Prodej strategickému partnerovi

V případě, že management nemá zájem realizovat odkup nebo nedisponuje dostatečnými finančními zdroji, přichází v úvahu prodej vlastnického podílu strategickému partnerovi. Zájmem strategického partnera je začlenění společnosti do své obchodní struktury a zisk významného synergického efektu za pomoci takovéto akvizice. Strategický partner je za takový obchod ochoten zaplatit, proto jsou takovéto prodeje vlastnických podílů realizované se značným ziskem. Tento způsob ukončení investice představuje zhruba jednu čtvrtinu všech úspěšných dezinvestic a u nás byl použitý dokonce ve většině případů ukončení investice fondu venture kapitálu.

Odprodej vlastnického podílu se realizuje po několika letech působení v daném oboru. Během tohoto období mohlo dojít ke změnám, které by mohly způsobit fondu venture kapitálu vážné obtíže při prodeji, zejména v případech kdy není pohotově k dispozici jiný strategický investor. Prodlužováním doby investování nebo prodejem podílu za

nižší cenu než je tržní hodnota společnosti, by však mohlo dojít ke snížení výnosu investovaného kapitálu. V takovém případě by byl možností veřejný úpis akcií.

Veřejný úpis akcií (Initial Public Offering)

Uvedení společnosti na burzu se považuje za nejvýnosnější způsob odchodu investora ze společnosti. V takovém případě se ale předpokládá funkční kapitálový trh, který by umožnil IPO úspěšně realizovat. V zemích Evropské unie plánuje tuto formu výstupu až 75 % společností.

Refinancování

Refinancování představuje odkup podílu investora venture kapitálu či dalších vlastníků jiným soukromým investorem, čímž dojde k nahrazení stávajícího financování jinou formou financování, tj. dalším kolem financování formou venture kapitálu. K tomuto výstupu se přistupuje v případech, když fond potřebuje investici ukončit, ale společnost není připravena k veřejnému úpisu akcií. Refinancování je běžné zejména v USA.

Nedobrovolné vystoupení

Poslední formou výstupu je nedobrovolné a předčasné ukončení investice. Přichází se k němu v případech, kdy i přes kontrolu společnosti, působení managementu a monitorování plnění podnikatelského plánu vznikla krize, kterou investiční manažeři nedovedou úspěšně vyřešit. Za těchto okolností odprodává investor svůj podíl ve společnosti pod cenou, nebo v případě likvidace rozprodává aktiva společnosti po částech.³⁶

2.5.7 Vztah mezi podnikem a investorem

Přestože největší podíl na růstu a úspěchu podniku má investice soukromého kapitálu, která mu umožňuje plně rozvinout jeho potenciál, nelze nepřipomenout také významný nefinanční přínos investora. Jeho vstup obvykle nekončí pouze investováním kapitálu, ale často poskytuje finanční poradenství, pomoc při rozhodování o strategických záležitostech podniku, nábore zaměstnanců do manažerských pozic a využívá také svých kontaktů a informací o trhu. Míra této podpory se liší v závislosti od přístupu investora. Rozlišujeme dva typy přístupů:

Přístup hands-on lze nazvat též aktivním přístupem, který spočívá ve zvyšování hodnoty podniku. Investor kromě poradenství sdílí s podnikem také celou řadu svých užitečných

³⁶ NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*, str. 117-119.

obchodních kontaktů a stává se obchodním partnerem. Aktivní investoři jsou vhodní zejména pro rychlou expanzi podniku. Málokdy však usilují o převzetí řízení každodenních činností, často ale mají zástupce v představenstvu podniku a očekávají pravidelné informace o výstupu z manažerského účetnictví, kopie zápisů z jednání představenstva a podílení se na důležitých rozhodnutích týkajících se obchodní činnosti podniku.

Přístup hands-off představuje méně aktivní roli investora v podniku. Tento pasivní přístup spočívá v tom, že investor vůbec nezasahuje do řízení podniku managementem až do doby, kdy se rozhodne z podniku odejít. Investor však požaduje předkládání důležitých finančních informací, a teprve v případě, že by se podnik dostal do platební neschopnosti či jiných potíží, investor by se zapojil aktivněji do řízení podniku, aby nepřišel o svou investici.

Reálně jsou přístupy investorů sledovány někde mezi těmito dvěma extrémy.³⁷

2.5.8 Faktory úspěšnosti a kritéria rozhodování investorů soukromého kapitálu

Na rozdíl od jiných poskytovatelů kapitálu, jako jsou například banky, se investoři soukromého kapitálu nerozhodují podle záruk a zajištění splácení vložených prostředků, ale hlavně podle atraktivnosti podnikatelského záměru a schopností tvůrců tento záměr úspěšně uskutečnit.

Na základě výsledků průzkumu provedeného společností PricewaterhouseCoopers (1998) a České asociace rizikového kapitálu (CVCA), považuje 61 % společností v ČR své investory za "skutečné partnery", zatímco pouze 12 % firem hodnotilo svého investora jako "správce finančních prostředků".

Nefinanční pomoc se pak nejvíce týkala kategorií jako zajištění kontaktů nebo informací týkajících se trhu, nové podněty vedoucí ke změně stávající společnosti, kritické zhodnocení nových myšlenek, finanční poradenství, firemní a marketingová strategie.

Z vyjádření zástupců zkoumaných společností bylo zjištěno, že 94 % společností by bez investic rizikového kapitálu již zaniklo, nebo by se rozvíjely mnohem pomaleji. Z průzkumu taktéž vyplynulo, že společnosti financované rizikovým kapitálem dosahovaly v průměru o čtvrtinu vyšší tempo růstu tržeb, než se dosahovalo v celé

³⁷ CVCA. *Příručka k investování soukromého a venture kapitálu*. [online]. [cit. 2012-12-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/data/files/prirucka-cvca-277.pdf>

ekonomice Většina zakladatelů si také ponechávala podstatný vlastnický podíl, který v průměru činí 44 %, v zemích EU byl tento podíl asi třetinový.

Na základě studie Ernst & Young (2008) jsou pro rozhodnutí o investování nejdůležitější tyto faktory:

Atraktivní podnikatelský záměr vztažený na produkt nebo službu, které nesou novou relativně dlouhodobě udržitelnou konkurenční výhodu. Základem pro objektivní posouzení atraktivnosti podnikatelského záměru je strategická analýza okolí podniku, prokazující možnost dynamické expanze podniku. Z toho je pak odvozen potenciální výnos, kterého je možné docílit realizací projektu. Velké nároky jsou kladeny na posouzení míry výnosu a rizika podstupovaného investorem.

Kvalifikované a loajální vedení společnosti schopné využití růstového potenciálu podniku. Velkou roli pro vzájemnou spolupráci zástupců podniku a společnosti hraje vzájemná důvěra. Zatímco se zástupci fondu zaměřují spíše na monitorování a kontrolu společnosti, její řízení bývá ponecháváno většinou původnímu managementu. Zástupci fondu požadují od spoluvlastníků jejich finanční vklad do podnikání, jímž dokazují důvěru ve svůj záměr.

Délka investování a možnost snadného exitu ze společnosti jsou dalším kritériem při posuzování důležitosti investičních možností. Jejich význam hraje roli hlavně při posuzování možnosti reinvestování výnosu.³⁸

2.5.9 Výhody a nevýhody financování formou venture kapitálu

Nepochybně největší výhodou financování venture kapitálem je získání finančních prostředků k realizaci podnikatelského záměru. Díky tomu, že fondy venture kapitálu sdružují finanční prostředky více investorů a disponují pak s velkým objemem kapitálu, mohou při dostatečném rozložení rizika financovat i projekty s vyšší mírou rizika. Tímto způsobem si mohou dovolit financovat i projekty, na které by jiný investor svůj kapitál neposkytl. Poskytnutí kapitálu je však účelové a přísně monitorované.

Manažeři venture kapitálu mnohdy nabízejí společnosti kromě finančních zdrojů také nefinanční pomoc formou poradenství, především v oblasti tvorby strategie, lidských zdrojů, financování apod. Společnosti napomáhají i svým renomé získaným z předešlých úspěšných investic.

³⁸ POLEDNÁKOVÁ, Anna a kol. *Vplyv finančných trhov na finančné riadenie podnikov pôsobiacich v SR a ČR v kontexte súčasných globálnych procesov*, str. 52-54.

Venture kapitálový investor si počíná jako skutečný vlastník. Nese určitý podíl rizika a požaduje za něj adekvátní odměnu. Během investičního období vyžaduje také odměny za poradenství svých manažerů, kteří v dané společnosti působí. Při obvyklém průběhu financování není společnost zatížena splátkami poskytnutého kapitálu, které mohou mít negativní vliv na cash flow a její aktiva nejsou použita jako záruka za poskytnutý kapitál.

Nezanedbatelnou výhodou venture kapitálu je skutečnost, že v podniku dochází k vylepšení kapitálové struktury a tím pádem i k vytvoření lepších podmínek pro získání dalšího kapitálu formou dluhového financování. Venture kapitálové financování je spojeno s navýšením základního kapitálu společnosti, které pak následně vede ke zlepšení především ukazatelů zadluženosti, případně likvidity. Tyto ukazatele mají vliv na hodnocení bonity klienta bankou a zvyšují možnost získání dalších zdrojů formou bankovního úvěru.

Jistou nevýhodou financování formou venture kapitálu je zdlouhavost a náročnost procesu investování, v jehož průběhu musí podnik nadále fungovat. Po vstupu investora do společnosti se výrazně sníží vlastnický podíl původních majitelů, i když sledujeme nárůst jeho tržní hodnoty. Současně s poklesem vlastnického podílu se zmenšuje i rozhodovací pravomoc. Vlastník nebo manažeri společnosti musí informovat investora o výsledcích podnikání, čímž často přichází o svou samostatnost v rozhodování. Z tohoto důvodu je mnohdy nutné vytvořit nový informační systém, modifikovat organizační strukturu, vytvořit nové komunikační sítě apod. Všechny tyto činnosti mají charakter dodatečných výdajů, které by měly být zaimplementovány do finančního plánu.³⁹

2.5.10 Stav v Evropě, regionu CEE a ČR

Private Equity je považován za alternativní zdroj financování podniku. Kromě pozitivního dopadu na samotné podnikové financování má tato forma financování vliv také na makroekonomii. Tyto fakta dokládají četné výzkumy, které poukazují na pozitivní účinek Private Equity na vznik nových podnikatelských subjektů, jejich vyšší konkurenceschopnost, tvorbu nových pracovních míst a ekonomický růst.

³⁹ NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*, str. 120-121.

Význam Private Equity je sledován na třech úrovních, a to fundraising, investice a dezinvestice. Na základě statistických údajů EVCA z let 2005-2011 byl význam Private Equity v ČR v kontextu evropského vývoje a regionu střední a východní Evropy posuzován takto:

Fundraising

Fundraising lze popsat jako získávání kapitálu ze strany evropských investičních společností. V letech 2005 až 2007 se evropský trh s Private Equity a Venture kapitálem výrazně rozvíjel. Teprve v roce 2008 v důsledku světové finanční a hospodářské krize přišel výrazný pokles, který pokračoval i v roce 2009, kdy dosáhl tento pokles minima.⁴⁰ Naproti tomu v letech 2010 a 2011 docházelo k oživení trhu a tím pádem i k mírnému nárůstu.

Největšího objemu v regionu CEE dosahoval fundraising v roce 2007, kdy se jeho celková výše vyšplhala až na 3 983 mil. €. Poté docházelo v rámci světové hospodářské krize k silnému poklesu, jenž dosáhl minima v roce 2009 s celkovým objemem 400 mil. €. V letech 2010 a 2011 docházelo k postupnému nárůstu, a v roce 2011 již objem fundraisingu činil 941 mil. €. Předpokládá se, že v dalších letech bude docházet k dalšímu nárůstu fundraisingu také díky tomu, že se ještě ne všichni manažeři fondů silného fundraisingu z let 2006 - 2008 nevrátili na trh.⁴¹

Region CEE se na evropském fundraisingu podílí pouze okrajově, v průměru za období tento podíl činí asi 3 %. Z toho největší objem kapitálu připadá na investiční společnosti se sídlem v Polsku, Rumunsku, ČR, na Ukrajině a v Maďarsku. Studie EVCA z roku 2008 uvádí, že česká legislativa neudává z hlediska zájmů investorů a investičních společností potřebné stimuly pro rozvoj Private Equity a Venture kapitálového financování.⁴²

Investice

Největší objem investic realizovali evropské investiční společnosti v letech 2006 a 2007, kdy hodnota takto investovaného kapitálu přesahovala částku 70 mld. €. V roce 2009 došlo v důsledku krize k propadu investic o 57 %. V letech 2010 a 2011 došlo dle

⁴⁰ ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje*, str. 180-181.

⁴¹ EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2011* [online]. [cit. 2012-01-20]. Dostupné z: <http://www.evca.cz/files/STATISTIKY/CEE%202011.pdf>

⁴² ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje*, str. 180-181.

dat z EVCA k postupnému nárůstu investic, výše investic v roce 2011 již téměř dosahovala hodnot investic v roce 2008 před propuknutím krize. Nejvýznamnější evropskou skupinu investorů představují britští General Partners, ve sledovaném období na ně připadá podíl téměř 50 % realizovaných investic.⁴³

Vývoj investic v regionu CEE zaznamenal během sledovaných let stabilnější vývoj než fundraising. Od roku 2005 až do roku 2009 docházelo ke stálému navyšování objemu investic. Nejvyšší hodnoty dosáhly investice v roce 2009, kdy jejich výše činila 2 447 mil. €. V roce 2010 došlo k poklesu téměř o polovinu na 1 303 mil. €, v roce 2011 následoval mírný pokles na 1 244 mil. €.⁴⁴

Při porovnání úrovně investic ze strany společností investujících Private Equity a Venture kapitál v ČR a jiné srovnatelné západoevropské ekonomiky s přihlédnutím na počet obyvatel (např. belgické) vyplývá, že ČR z tohoto hlediska výrazně zaostává. Z pohledu společnosti General Partners tvořil podíl investic v Belgii na celkovém objemu investovaných prostředků v Evropě 1,41 %, v České republice to bylo pouhých 0,13 %.

Vývoj investic v zemích CEE je ve srovnání s vývojem v Evropě jako celku dynamický. Ze zemí CEE jsou nejvýznamnějšími příjemci kapitálu podnikatelské subjekty se sídlem v ČR, Polsku, Maďarsku, Bulharsku a Rumunsku. Trh regionu CEE je vyznačován malým počtem hodnotově významných transakcí, převážně typu buyout.⁴⁵

Dezinvestice

U dezinvestic, tedy prodeji podílů na podnicích se sídlem v Evropě, lze sledovat vysoké objemy v roce 2006 a následné rapidní poklesy obzvláště v letech 2008 a 2009. Roky 2010 a 2011 byly ve znamení mírného nárůstu. Objem dezinvestic byl dokonce v roce 2011 jen o málo menší než v roce 2006, kdy dosahoval největších hodnot. Nejvýznamnějším evropským trhem je Velká Británie.⁴⁶

Vývoj dezinvestic v regionu CEE byl od roku 2005 do roku 2007 relativně stabilní a dosahoval hodnot přes 420 mil. €. V letech 2008 a 2009 došlo k rapidnímu poklesu,

⁴³ ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje*, str. 182-184.

⁴⁴ EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2011* [online]. [cit. 2012-01-20]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/CEE%202011.pdf>

⁴⁵ ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje*, str. 182-184.

⁴⁶ Tamtéž, str. 185-188.

a minimum v roce 2009 činilo 132 mil. €. Roky 2010 a 2011 byly ve znamení nárůstu dezinvestic. V roce 2011 se jejich objem vyšplhal dokonce až na 1 383 mil. €, tento nárůst byl způsoben dvěma velkými transakcemi v celkové výši 1 020 mil. €. ⁴⁷

Podíl regionu CEE na celkových evropských dezinvesticích tvoří 1,47 %. Nejvýznamnější objem prodejů z tohoto regionu je sledován v Polsku, Maďarsku, Rumunsku a ČR. Nejčastějšími formami exitu jsou prodeje korporátním investorům, prodeje jiné společnosti investující Private Equity a odprodej akcií prostřednictvím burzy. Ve srovnání s evropským průměrem je v regionu nižší podíl odepsaných investic, v roce 2009 činil v celé Evropě 38 %, zatímco v regionu pouze 1 %. V samotné ČR pak dominují prodeje korporátním investorům a prodeje finančním institucím.

Vývoj v regionu CEE, včetně ČR, napodobuje v základních rysech vývoj v Evropě jako celku. V porovnání se západní Evropou je tento trh nedostatečně rozvinutý. Příčinou nepříznivého stavu a vývoje v regionu CEE, včetně ČR, mohou být kromě vývoje finančních trhů v poválečném období také legislativní aspekty vytvářející rámec pro činnost a zdaňování investorů a příjemců kapitálu. ⁴⁸

⁴⁷ EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2011* [online]. [cit. 2012-01-20]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/CEE%202011.pdf>

⁴⁸ ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje*, str. 185-188.

3 Analytická část

V této části diplomové práce bude nejprve proveden samotný rozbor ekonomické výkonnosti v zadaných podnicích, a to především na základě výše zvolených a popsaných ukazatelů finanční analýzy. Poté budou analyzovány společné prvky vývoje podniků financovaných venture kapitálem prostřednictvím vybraných ukazatelů a uvedeny návrhy na zlepšení jejich ekonomického vývoje. Jedná se o podniky:

- **Ataxo Czech s.r.o.**
- **Geewa s.r.o.**
- **Internet Mall a.s.**
- **Invia CZ, a.s.**
- **Kofola a.s.**
- **Papcel a.s.**
- **České Radiokomunikace a.s.**

3.1 Rozbor ekonomické výkonnosti podniků

V následující části bude provedena u jednotlivých podniků analýza jejich ekonomického vývoje a to vždy shodným způsobem, tedy rok před vstupem investora a poté po celou dobu jeho působení až do doby jeho výstupu. Vzhledem k dostupnosti požadovaných dat bude ekonomický vývoj podniků sledován u všech shodně, tedy až do roku 2011, v tomto roce byl také uskutečněn výstup jediného investora, a to u společnosti České radiokomunikace a.s.

3.1.1 Ataxo Czech s.r.o.

IČ: 272 080 52

Sídlo: Paříkova 354/5, Praha 9, PSČ 190 00

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Předmět podnikání: reklamní činnost a marketing, zpracování dat, služby databank, správa sítí

Datum vzniku účetní jednotky: 17.1.2005

Investor: Garvest

Výše investice: 220 mil. Kč

Garvest vstoupil do společnosti Ataxo Czech s.r.o. za 220 mil. Kč, výše získaného podílu ve firmě nebyla zveřejněna, jedná se však o minoritní podíl. Společnost hodlá investici využít především pro posílení pozice na polském internetovém trhu, rozvoj nových projektů a vstup na další zahraniční trhy.⁴⁹ Jedná se o transakci typu buyout. Bohužel účetní závěrka za rok 2011 nebyla zveřejněna, proto výpočty ukazatelů za tento rok chybí. Tato podkapitola byla vypracována na základě příloh č.1 až č.4.

ROA

Tabulka 1: Vývoj ukazatele ROA v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-284	-14 629	-21 543	-12 655	X
Aktiva	24 268	24 112	32 599	13 434	X
ROA (v %)	0	0	0	0	X

Vzhledem k zápornému výsledku hospodaření za celé sledované období vykazuje rentabilita aktiv nulové hodnoty, a nelze tedy sledovat její vývoj. Největší vliv na prohlubování ztráty během působení investora ve společnosti mělo velké zvyšování osobních nákladů.

ROE

Tabulka 2: Vývoj ukazatele ROE v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-284	-14 629	-21 543	-12 655	X
Vlastní kapitál	-1 626	-16 256	-37 260	-17 764	X
ROE (v %)	0	0	0	0	X

Jak již bylo zmíněno výše, vzhledem k zápornému výsledku hospodaření je za celé období vykazována hodnota rentability vlastního kapitálu v nulové výši. Zajímavostí je však i záporná hodnota vlastního kapitálu, což bylo způsobeno dlouhodobou ztrátou podniku.

⁴⁹ HERGESELL, Ondřej. *Garvest se stal minoritním akcionářem Ataxa*. In: Ataxo [online]. 2008 [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.ataxo.com/cz/novinky-a-tisk/napsali-o-nas/article/garvest-se-stal-minoritnim-akcionarem-ataxa-21>.

ROS

Tabulka 3: Vývoj ukazatele ROS v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-284	-14 629	-21 543	-12 655	X
Tržby	46 490	82 479	99 426	96 046	X
ROS (v %)	0	0	0	0	X

Stejně jako u předchozích dvou rentabilit ani zde nelze sledovat vývoj rentability tržeb vzhledem k zápornému výsledku hospodaření za celé sledované období.

Tržby

Tabulka 4: Vývoj tržeb v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	46 490	82 479	99 426	96 046	X
Tempo růstu	-	77,41%	20,55%	-3,40%	X

Vývoj tržeb v podniku do roku 2009 je velmi pozitivní. Od roku 2007 do roku 2010 se tržby zvýšily více než dvounásobně. Největšího nárůstu bylo dosaženo právě v roce 2008, kdy do společnosti vstoupil investor, v tomto roce se zvedly tržby o 77,41 %. V dalším roce růst pokračoval, avšak již nebyl tolik rapidní, a tržby vzrostly o téměř 21 %. Rok 2010 již zaznamenal stagnaci a mírný pokles tržeb o 3,4 %, což může symbolizovat nasycení trhu.

Přidaná hodnota

Tabulka 5: Vývoj přidané hodnoty v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	8 850	16 234	19 059	28 205	X
Tempo růstu	-	83,44%	17,40%	47,99%	X

Vývoj přidané hodnoty vykazuje ještě lepší hodnoty než vývoj tržeb. Přidaná hodnota vzrostla za celé sledované období více než trojnásobně. Největšího nárůstu podobně jako u tržeb bylo dosaženo v roce 2008, tedy v prvním roce působení investora, kdy přidaná hodnota stoupla o 83 %, čehož bylo dosaženo především vlivem vyšších tržeb. Podobně tomu bylo i v roce 2009, kdy vzrostla přidaná hodnota o 17,4 %. Zcela opačný průběh ve srovnání s tržbami nastal v roce 2010, kdy se i přes mírný pokles tržeb podařilo zvýšit přidanou hodnotu o 48 %, tohoto bylo dosaženo především díky snížení nákladů na nakoupené služby.

Aktiva netto

Tabulka 6: Vývoj aktiv netto v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	24 268	24 112	32 599	13 434	X
Tempo růstu	-	-0,64%	35,20%	-58,79%	X

Hodnota aktiv v netto podobě má především za poslední tři sledované roky velmi kolísající vývoj. Po vstupu investora v roce 2008 došlo nejprve k poklesu ukazatele aktiva netto o -0,64 %. V roce 2009 naopak stouply společnosti aktiva netto o 35,2 %. Rok 2010 byl ve znamení poklesu aktiv netto o více než 58 %. Společnost nevlastní žádné pozemky a stavby a disponuje nízkou hodnotou dlouhodobého majetku ve srovnání s oběžnými aktivy, změny v hodnotě aktiv se tedy projevují především v položce pohledávek z obchodních vztahů a v položce účtů v bankách.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 7: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	70	-12 091	-21 535	-13 756	X
PPSZ	X	74	86	76	X
Výkonnost zaměstnance	X	-163,39	-250,41	-181,00	X

Bohužel za roky 2007 a 2011 nejsou informace o průměrném přepočteném stavu zaměstnanců dostupné a nepodařilo se je získat, z tohoto důvodu lze vidět vývoj daného ukazatele pouze za roky 2008 až 2010. Ukazatel je závislý především na hodnotě provozního výsledku hospodaření očištěného, který je v daných letech záporný, z toho důvodu je záporná i hodnota ukazatele. Nejhorší hodnoty dosahovala společnost v roce 2009, kdy výkonnost zaměstnance dosahovala -250,41 tis. Kč. V dalším roce byl snížen počet zaměstnanců a taktéž se snížila výše ztráty, proto se hodnota ukazatele zlepšila na -181 tis. Kč.

Obrat aktiv

Tabulka 8: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	46 490	82 479	99 426	96 046	X
Aktiva	24 268	24 112	32 599	13 434	X
Obrat aktiv	1,92	3,42	3,05	7,15	X

Obrat aktiv vyjadřuje míru efektivnosti využívání majetku a během sledovaného období se výrazně zvýšil, což svědčí o efektivnějším využíváním majetku společnosti. Se vstupem investora v roce 2008 došlo k výraznému zvýšení obratu aktiv na 3,42, k tomuto zvýšení přispěl především rapidní nárůst tržeb. V roce 2009 obrat aktiv mírně klesnul na hodnotu 3,05 především díky vyšší hodnotě aktiv. Podstatného zvýšení obratu aktiv bylo dosaženo v roce 2010, kdy hodnota tohoto ukazatele činila 7,15, což bylo následkem především výrazného snížení hodnoty aktiv. Od roku 2007 do roku 2010 se zvýšil obrat aktiv z hodnoty 1,92 na 7,15, nutno podotknout, že kromě vyšších tržeb na to měla vliv i nižší hodnota aktiv.

Celková zadluženost

Tabulka 9: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	12 189	22 636	69 859	31 198	X
Aktiva celkem	24 268	24 112	32 599	13 434	X
Celková zadluženost	50,23%	93,88%	214,30%	232,23%	X

Celková zadluženost společnosti rapidně vzrostla. Ještě před příchodem investora dosahovala hodnoty kolem 50 %. V roce 2008, kdy do společnosti vstoupil investor, se vlivem vyšší hodnoty cizích zdrojů zvýšila celková zadluženost na více než 93 %, k čemuž došlo především vlivem vzniku závazků ve skupině. V letech 2009 a 2010 dosahovala zadluženost již více než 200 %. Je však třeba zmínit, že se z velké části jedná také o závazky ve skupině a časové rozlišení. Společnost také za celé sledované období nečerpala žádné bankovní úvěry.

Běžná likvidita

Tabulka 10: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	23 818	22 796	31 509	12 403	X
krátkodobé CZ	12 189	15 037	25 722	16 540	X
Běžná likvidita	1,95	1,52	1,22	0,75	X

U ukazatele běžné likvidity lze vidět zhoršující se vývoj. V letech 2007 a 2008 dosahovala ještě běžná doporučených hodnot, tedy více než hodnoty 1,5. Od roku 2009 se dostala likvidita podniku již pod hranice doporučených hodnot. V roce 2010 dokonce nedosahovala hodnota likvidity ani výše 1, což by mohlo značit jisté problémy. Je však třeba zmínit, že tento ukazatel odráží stav na konci účetního období.

Úrokové krytí

Tabulka 11: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Ataxo Czech s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	-284	-14 363	-20 538	-12 056	X
nákladové úroky	0	266	1 005	599	X
Úrokové krytí	0	0	0	0	X

Ukazatel úrokového krytí vykazuje za celé sledované období nulové hodnoty, ke zlepšení nedošlo ani po vstupu investora, avšak ještě před jeho vstupem v roce 2007 podniku žádné nákladové úroky neplynuly. Po vstupu investora v roce 2008 již podniku začaly plynout nákladové úroky, ale vlivem ztráty ve všech letech dosahoval po celou dobu tento ukazatel na základě výpočtu nulového úrokového krytí.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Vývoj ve společnosti během působení investora lze z hlediska výkonů hodnotit pozitivně. Společnosti se od jeho vstupu podařilo zvýšit více než dvounásobně své tržby a více než trojnásobně přidanou hodnotu, ačkoliv je třeba si všimnout mírného poklesu tržeb v roce 2010, a to konkrétně o 3,4 %, což může značit nasycení trhu. Důvodem vstupu investora do společnosti bylo však expandování na další zahraniční trhy, což by řešilo případné nasycení tuzemského trhu.

Dalším pozitivním důsledkem během působení investora bylo zvýšení obrátu aktiv, kterého bylo dosaženo vysokým nárůstem tržeb a nižší hodnotou aktiv v netto podobě.

Nízkou kapitálovou náročnost společnosti lze vidět z ukazatele aktiv netto, kdy jeho výše kolísá především v závislosti na hodnotě pohledávek z obchodních vztahů a hodnotě účtů v bankách, společnost nevlastní žádné pozemky ani stavby.

Během působení investora ve společnosti docházelo k tvorbě záporných výsledků hospodaření a prohlubování dlouhodobé ztráty, která se projevila také v záporné hodnotě vlastního kapitálu. Pro pokrytí těchto dlouhodobých ztrát byly realizovány půjčky v rámci skupiny Ataxo NV a jejich následná kapitalizace a navýšení ostatních kapitálových fondů, kvůli zvýšení vlastního kapitálu společnosti.

V důsledku ztráty společnost vykazuje za celé sledované období nulové hodnoty ukazatele úrokového krytí. Negativně byla ovlivněna také běžná likvidita a celková zadluženost společnosti, která se v roce 2010 vyšplhala až na 232,23 %, velkou část cizích zdrojů tvoří závazky ve skupině, které by existenci společnosti neměly ohrozit a naopak slouží pro její zajištění do doby realizace zisku. Společnost by se měla zaměřit na snížení své dlouhodobé ztráty a tvorbu zisku, který je pro další existenci podniku nezbytný.

3.1.2 Geewa s.r.o.

IČ: 256 17 036

Sídlo: Sokolovská 366/84, Praha 8, PSČ 186 00

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Předmět podnikání: koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej; poradenská činnost v oblasti IT; poskytování software a poradenství v oblasti hardware a software; zpracování dat, služeb databank, správa sítí; výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Datum vzniku účetní jednotky: 17. 10. 1997

Investor: MCI Private Ventures Fundusz Inwesycyjny Zamkniety

Výše investice: 1,15 mil. €

Fond MCI Private Ventures Fundusz Inwesycyjny Zamkniety získal podíl ve společnosti Geewa s.r.o. ve výši 64,21 %. Investice poskytnutá fondem by měla být

určena na financování expanze firmy na další trhy a na růst jejích stávajících aktivit.⁵⁰ Jedná se o transakci typu buyout.

Výkazy společnosti jsou k dispozici pouze ve zjednodušeném rozsahu. Tato podkapitola byla vypracována na základě příloh č.5 až č.14.

ROA

Tabulka 12: Vývoj ukazatele ROA v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-2 291	-14 392	-13 379	-5 967	-2 374
Aktiva	18 300	12 395	6 591	11 209	13 651
ROA (v %)	0	0	0	0	0

Bohužel vzhledem k záporným výsledkům hospodaření za celé sledované období je rentabilita aktiv nulová, a tudíž ji nelze hodnotit. Ke zdatelně vyšší ztrátě v roce 2008, kdy do společnosti vstoupil investor, došlo především vlivem vyšších osobních nákladů a záporné přidané hodnoty. Kladně lze ale hodnotit fakt, že od roku 2009 se daří společnosti záporný výsledek hospodaření snižovat, a to právě díky postupnému snižování osobních nákladů do roku 2010, a od roku 2010 díky zvyšování přidané hodnoty.

ROE

Tabulka 13: Vývoj ukazatele ROE v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-2 291	-14 392	-13 379	-5 967	-2 374
Vlastní kapitál	16 356	9 315	2 914	-3 053	7 464
ROE (v %)	0	0	0	0	0

U rentability vlastního kapitálu vzniká stejný problém jako u výše zmíněné rentability aktiv, a vzhledem k záporným výsledkům hospodaření ji nelze hodnotit. Za zmínku však stojí hodnota vlastního kapitálu v roce 2010, která dosahuje záporných hodnot. Záporná hodnota vlastního kapitálu je v praxi hodnocena velmi negativně, jedná se o následek dlouhodobě neuhrazené ztráty. V dalším roce již společnost tento problém neměla.

⁵⁰ MCI investuje do komunitní herní služby – společnosti Geewa. In: Lupa.cz [online]. 2007 [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/tiskove-zpravy/mci-investuje-do-komunitni-herni-sluzby-spolecnosti-geewa/>

ROS

Tabulka 14: Vývoj ukazatele ROS v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-2 291	-14 392	-13 379	-5 967	-2 374
Tržby	8 944	7 564	9 618	17 545	27 458
ROS (v %)	0	0	0	0	0

Rentabilita tržeb je vykazována ze stejných důvodů jako u předchozích rentabilit v nulové výši, a nelze tedy její vývoj hodnotit.

Tržby

Tabulka 15: Vývoj tržeb v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	8 944	7 564	9 618	17 545	27 458
Tempo růstu	-	-15,43%	27,15%	82,42%	56,50%

Vývoj tržeb byl od roku 2009 pozitivní, k poklesu došlo pouze v roce 2008, kdy do podniku vstoupil investor a tržby se snížily o 15,43 %. V dalších letech začaly tržby společnosti rychle růst. V roce 2010 vzrostly společnosti tržby oproti předchozímu roku dokonce až o 82,42 %, a v roce 2011 došlo k nárůstu tržeb o dalších 56,5 %. Absolutní nárůst tržeb od roku 2007 do roku 2011 byl více než trojnásobný.

Přidaná hodnota

Tabulka 16: Vývoj přidané hodnoty v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	3 214	-1 311	-2 124	5 156	9 658
Tempo růstu	-	-140,79%	-62,01%	342,75%	87,32%

Vývoj přidané hodnoty značně kolísá. Dokonce v letech 2008 a 2009, tedy v prvních dvou letech působení investora, byla přidaná hodnota záporná, výkonová spotřeba tedy převyšovala výkony podniku. Zlepšení nastalo až v roce 2010, kdy přidaná hodnota oproti roku předchozímu vzrostla dokonce až o 342,75 % především díky značnému zvýšení výkonů podniku a pomalejšímu nárůstu výkonové spotřeby. Tento růst pokračoval i v následujícím roce, a přidaná hodnota se zvýšila o dalších 87,32 %.

Aktiva netto

Tabulka 17: Vývoj aktiv netto v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	18 300	12 395	6 591	11 209	13 651
Tempo růstu	-	-32,27%	-46,83%	70,07%	21,79%

Během sledovaného období došlo k absolutnímu poklesu aktiv o více než 25 %. V roce 2008, tedy v roce vstupu investora do společnosti, činil pokles aktiv oproti předchozímu roku 32,27 %, k největšímu poklesu došlo u položky oběžných aktiv, a to konkrétně u krátkodobého finančního majetku. Rok 2009 byl taktéž ve znamení poklesu, celková hodnota aktiv klesla o necelých 47 %. Největší vliv na tento pokles měla vysoká odepsanost majetku, a další vysoké snížení krátkodobého finančního majetku. Naopak v roce 2010 došlo k nárůstu aktiv o 70 %. Společnost nakoupila dlouhodobý nehmotný majetek a držela více krátkodobého finančního majetku. V posledním sledovaném roce vzrostla hodnota aktiv asi o 22 %, tento nárůst vznikl především díky investicím do dlouhodobého majetku.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 18: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	-2 368	-14 437	-13 379	-4 975	-1 443
PPSZ	X	8	8	8	X
Výkonnost zaměstnance	X	-1 804,63	-1 672,38	-661,57	X

Bohužel vzhledem k nedostupnosti dat o počtu zaměstnanců v letech 2007 a 2011 nelze ukazatel výkonnost zaměstnance v těchto letech hodnotit. Avšak v hodnocených letech není hodnota ukazatele pozitivní, za všechny tři roky, kdy byly data dostupné, vykazuje ukazatel záporné hodnoty. I přesto lze pozitivně hodnotit postupné snižování ztráty a tím pádem i snižování záporných hodnot ukazatele výkonnosti zaměstnance.

Obrat aktiv

Tabulka 19: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	8 944	7 564	9 618	17 545	27 458
Aktiva	18 300	12 395	6 591	11 209	13 651
Obrat aktiv	0,49	0,61	1,46	1,57	2,01

Ukazatel obratu aktiv vykazuje za sledované období pozitivní vývoj a po celou dobu docházelo k jeho postupnému zvyšování, což značí vyšší efektivnost využívání majetku. Nejnižšího obratu dosahoval v roce 2007, tedy ještě před vstupem investora, ačkoliv nutno poznamenat, že v dalším roce se obrat aktiv zvýšil především díky nižší hodnotě aktiv v daném roce. Od roku 2009 přesahoval obrat aktiv hodnotu jedna, a to díky dalšímu snížení hodnoty aktiv a nárůstu tržeb. K mírnému nárůstu obratu aktiv došlo i v roce 2010, kdy došlo k velkému nárůstu tržeb i aktiv. V roce 2011 dosahoval obrat aktiv hodnoty 2,01, a to především díky zvýšení hodnoty tržeb.

Celková zadluženost

Tabulka 20: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	1 746	1 413	2 442	12 831	5 126
Aktiva celkem	18 300	12 395	6 591	11 209	13 651
Celková zadluženost	9,54%	11,40%	37,05%	114,47%	37,55%

Celková zadluženost firmy dosahuje relativně nízkých hodnot a do roku 2009 neměla ani žádné dlouhodobé závazky, avšak po vstupu investora v roce 2008 docházelo ke zvyšování celkové zadluženosti. V roce 2010 dosahovala celková zadluženost velmi vysoké hodnoty, dokonce přes 114 %, v tomto roce společnost čerpala bankovní úvěr a vznikly jí dlouhodobé závazky. Tyto dlouhodobé závazky dle přílohy č.14 představovaly dlouhodobou půjčku od investora ve výši 250 tis. €, která byla v roce 2011 započtena proti pohledávce za společníkem na zvýšení základního kapitálu a dalšího vkladu do vlastního kapitálu mimo základní kapitál, tudíž se nejednalo o cizí zdroje, které by mohly ohrozit existenci podniku. V roce 2011 již celková zadluženost společnosti dosahovala znovu hodnot přes 37 %, stejně jako v roce 2009.

Běžná likvidita

Tabulka 21: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	14 870	8 550	5 449	8 236	7 923
krátkodobé CZ	1 746	1 413	2 442	4 722	4 875
Běžná likvidita	8,52	6,05	2,23	1,74	1,63

Hodnota běžné likvidity má za sledované období klesající vývoj, přesto za celou dobu přesahuje doporučenou hodnotu. Je však třeba zmínit, že se jedná o sledování stavu na konci účetního období. Před vstupem investora v roce 2007 byla běžná likvidita vysoká a dosahovala hodnoty 8,52, postupně však s poklesem hodnoty oběžných aktiv a narůstajícími krátkodobými cizími zdroji klesla až na hodnotu 1,63, která stále přesahuje doporučenou hodnotu.

Úrokové krytí

Tabulka 22: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Geewa s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	-2 291	-14 392	-13 379	-5 333	-1 806
nákladové úroky	0	0	0	634	568
Úrokové krytí	0	0	0	0	0

Po celé sledované období vykazuje ukazatel úrokového krytí na základě provedeného výpočtu nulové hodnoty, což je zapříčiněno zápornou hodnotou EBIT. Je však třeba zmínit, že nákladové úroky podnik evidoval pouze v letech 2010 a 2011.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Vstup a působení investora ve společnosti nelze zatím jednoznačně hodnotit. Po jeho vstupu, tedy v roce 2008, ve společnosti nejprve klesly tržby o více než 15 % a stejně tak i přidaná hodnota klesla dokonce až o více než 140 % a dostala se do záporných hodnot. V roce 2009 došlo sice ke zvýšení tržeb o více než 27 %, přidaná hodnota však znovu poklesla o více než 60 %. Pozitivní vývoj těchto ukazatelů se projevil teprve až v posledních dvou sledovaných letech, kdy jejich hodnoty výrazně vzrostly.

Podobný vývoj lze sledovat u ukazatele aktiva netto, kdy nejprve po vstupu investora docházelo k poklesu jejich hodnot a teprve v posledních dvou sledovaných letech jejich hodnota rostla, i přesto byla jejich hodnota po celou dobu nižší než před vstupem investora. Naproti tomu lze pozorovat pozitivní vývoj ukazatele obrátu aktiv za celou dobu během působení investora ve společnosti.

Negativním jevem bylo vysoké navýšení ztráty od vstupu investora, kterou se však postupně dařilo snižovat. Vůči tomu nelze za celé sledované období hodnotit vývoj

ukazatelů rentabilit. Podobně se vývoj výsledku hospodaření projevil také na ukazateli výkonnosti zaměstnance.

Celková zadluženost společnosti od vstupu investora postupně rostla, v roce 2010 dosáhla dokonce hodnoty 114,47 %, což bylo zapříčiněno především dlouhodobou půjčkou od investora, která byla v dalším roce započtena proti pohledávce jeho vkladu do vlastního kapitálu. Až na rok 2010 lze celkové zadlužení společnosti hodnotit jako relativně nízké. Negativní vývoj se projevil u ukazatele běžné likvidity, kdy jeho hodnota za celé sledované období postupně klesala, i přesto však dosahovala doporučených hodnot. Díky zmíněné ztrátě dosahovala společnost i nulové hodnoty ukazatele úrokového krytí.

Společnost by se do budoucna měla zaměřit především na snižování své dlouhodobé ztráty a na realizaci zisku, který je předpokladem pro jeho další existenci.

3.1.3 Internet Mall a.s.

IČ: 262 049 67

Sídlo: Dělnická 213/12, Praha 7, 170 00

Právní forma: akciová společnost

Předmět podnikání: koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej

Datum vzniku účetní jednotky: 13.10.2000

Investor: Intel Capital

Výše investice: 28 mil. € (700 mil. Kč)

V roce 2008 prošla společnost Internet Mall restrukturalizací především ve vlastnické a organizační struktuře. Do společnosti vstoupili Intel Capital společně s 3TSCapitalPartners s investicí ve výši 28 mil. €, bohužel velikost jejich získaného podílu ve firmě Internet Mall nebyla zveřejněna. Tato investice by měla dle managementu firmy přispět k rozšíření nabízených služeb, k úsporám z rozsahu a k vyšší hodnotě pro zákazníka.⁵¹ Jedná se o transakci typu buyout.

Tato podkapitola byla vypracována na základě příloh č.15 až č.19.

⁵¹ Společnost Internet Mall získala kapitál ve výši 700 milionů korun. In: Mall.cz [online]. 2008 [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.mall.cz/tiskova-zprava-08-05-15>.

ROA

Tabulka 23: Vývoj ROA v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	5 506	-18 717	74 627	-55 006	-35 614
Aktiva	162 305	185 133	365 044	483 306	633 456
ROA (v %)	3,39	0,00	20,44	0,00	0,00

Vzhledem k velmi nestabilnímu vývoji výsledku hospodaření vykazuje vývoj rentability aktiv za sledované období značné výkyvy. V roce 2008, kdy došlo ke vstupu investora do společnosti, vykazovala společnost ztrátu, proto je rentabilita aktiv v tomto roce nulová. Velký rozdíl rentability aktiv oproti ostatním rokům je vidět v roce 2009, kdy k takto vysokému výsledku hospodaření došlo v důsledku prodeje cenných papírů a podílů ve výši téměř 150 mil. Kč. V letech 2008, 2010 a 2011 byl výsledek hospodaření záporný, proto je rentabilita aktiv vykazována v nulové výši.

ROE

Tabulka 24: Vývoj ROE v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	5 506	-18 717	74 627	-55 006	-35 614
Vlastní kapitál	20 503	3 178	77 931	22 924	68 193
ROE (v %)	26,85	0,00	95,76	0,00	0,00

Stejně jako u ROA dochází u sledování rentability vlastního kapitálu ke stejné nestabilnímu vývoji v závislosti na výsledku hospodaření. Na rozdíl od aktiv, u kterých docházelo k postupnému a plynulému zvyšování jejich hodnoty, se vlastní kapitál firmy vyznačuje naopak velkými výkyvy. Po vstupu investora v roce 2008 byl sice navýšen základní kapitál společnosti, avšak vzhledem k její vysoké ztrátě v tomto roce byl vlastní kapitál nižší než před jeho vstupem. Rentabilita vlastního kapitálu je v tomto roce vlivem ztráty vykázána v nulové výši. V roce 2009 dosahovala ROE dokonce hodnoty více než 95 %, čehož bylo dosaženo díky vysokému výsledku hospodaření, kterého společnost dosáhla především v důsledku prodeje cenných papírů a podílů. Rentability v letech 2008, 2010 a 2011 nejsou z důvodu záporného výsledku hospodaření měřitelné, a jsou tedy vyjádřeny nulou.

ROS

Tabulka 25: Vývoj ROS v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	5 506	-18 717	74 627	-55 006	-35 614
Tržby	1 277 693	1 215 609	905 281	1 542 173	2 347 201
ROS (v %)	0,43	0,00	8,24	0,00	0,00

Sledování vývoje rentability tržeb naráží na stejný problém jako u předchozích rentabilit, kdy kvůli zápornému výsledku hospodaření v letech 2008, 2010 a 2011 nelze její vývoj sledovat. Ani v roce 2007, tedy ještě před vstupem investora, nebyla hodnota rentability tržeb ideální a činila pouze 0,43 %, což je velmi nízká hodnota. V roce 2009 činila hodnota ROS 8,24 %, avšak je třeba zmínit, že takto vysokého výsledku hospodaření, na kterém je hodnota ukazatele závislá, bylo dosaženo především prodejem cenných papírů a podílů.

Tržby

Tabulka 26: Vývoj tržeb v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	1 277 693	1 215 609	905 281	1 542 173	2 347 201
Tempo růstu	-	-4,86%	-25,53%	70,35%	52,20%

Vývoj tržeb firmy Internet Mall a.s. sice během prvních dvou letech působení investora ve společnosti klesal, zato v dalších letech byl vidět jejich vysoký nárůst. Pokles tržeb v roce 2009 mohl být zapříčiněn menším množstvím prodeje zboží způsobeného hospodářskou krizí. V roce 2010 vzrostly tržby oproti předchozímu roku dokonce až o 70 %. Více než 50 % nárůst tržeb ve srovnání s předchozím obdobím lze sledovat i v roce 2011. Ze srovnání absolutních hodnot roku před vstupem, tedy roku 2007 a posledním sledovaným rokem, tj. roku 2011, lze vypočítat zvýšení absolutní hodnoty tržeb o téměř 85 %. Takovéto zvýšení tržeb je jak pro investora, tak i pro samotnou firmu velmi žádoucí. Z vývoje tržeb lze za poslední dva sledované roky vypočítat pozitivní vývoj během působení investora.

Přidaná hodnota

Tabulka 27: Vývoj přidané hodnoty v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	13 808	8 745	39 903	67 118	127 020
Tempo růstu	-	-36,67%	356,30%	68,20%	89,25%

Z ukazatele přidané hodnoty lze vidět jeho pozitivní vývoj od roku 2009, kdy se během působení investora podařilo zvýšit hodnotu ukazatele více než devítinásobně. Pouze v roce 2008, tedy po jeho vstupu, došlo k poklesu ukazatele o více než 36 %, a to především díky vyšším nákladům na nakupované služby. Od roku 2009 byl vývoj přidané hodnoty velmi dobrý. Rekordního nárůstu se společnost dočkala v roce 2009, kdy růst hodnoty přesahoval 356 %, tohoto nárůstu bylo dosaženo vlivem nižší výkonové spotřeby. V dalších letech je taktéž sledováno vysoké tempo růstu přidané hodnoty, kterého bylo dosaženo hlavně díky zvyšující se hodnotě obchodní marže.

Aktiva netto

Tabulka 28: Vývoj aktiv netto v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	162 305	185 133	365 044	483 306	633 456
Tempo růstu	-	14,06%	97,18%	32,40%	31,07%

Po vstupu investora v roce 2008 se hodnota aktiv každým rokem zvyšovala. Jednalo se jak o investice do dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku, tak i o zvyšování hodnoty zásob zboží na skladě. Tyto investice byly nutné především v důsledku narůstajícího prodeje zboží a další expanze firmy. Výše aktiv v netto formě od roku 2007 po poslední sledovaný rok, tedy rok 2011 byla téměř čtyřnásobně vyšší.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 29: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	5 197	-7 101	-64 815	-53 574	-20 246
PPSZ	27	22	144	145	188
Výkonnost zaměstnance	192,48	-322,77	-450,10	-369,48	-107,69

Vzhledem k zápornému očištěnému provoznímu výsledku hospodaření od roku 2008 se i ukazatel výkonnosti zaměstnance vyvíjel v záporných hodnotách. Poslední kladný provozní výsledek hospodaření měla společnost v roce 2007, což bylo ještě před

vstupem investora. V roce 2008, kdy do společnosti vstoupil investor, podnik zřejmě přistoupil k určitým změnám, a ve srovnání s rokem 2009 lze vidět rapidní nárůst zaměstnanců, stejně jako nejvyšší propad očištěného provozního výsledku hospodaření. Jako pozitivní lze hodnotit vývoj ukazatele v letech 2010 a 2011, kdy se začal snižovat propad očištěného provozního výsledku hospodaření a docházelo k pozvolnějšímu nárůstu počtu zaměstnanců.

Obrat aktiv

Tabulka 30: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	1 277 693	1 215 609	905 281	1 542 173	2 347 201
Aktiva	162 305	185 133	365 044	483 306	633 456
Obrat aktiv	7,87	6,57	2,48	3,19	3,71

Vývoj obratu aktiv se po příchodu investora výrazně zhoršil, což značí nižší efektivnost využívání majetku. V roce 2007 před příchodem investora byla hodnota obratu aktiv nejvyšší, a činila 7,87. Od příchodu investora začal obrat aktiv postupně klesat. Minima dosáhl v roce 2009, kdy obrat aktiv činil pouze 2,48, příčinou byly především nejnižší tržby za celé období a postupné navyšování hodnoty aktiv. Od tohoto roku měla hodnota ukazatele zlepšující se vývoj, především v návaznosti na výrazném růstu tržeb.

Celková zadluženost

Tabulka 31: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	141 802	181 933	286 428	460 382	565 263
Aktiva celkem	162 305	185 133	365 044	483 306	633 456
Celková zadluženost	87,37%	98,27%	78,46%	95,26%	89,23%

Celková zadluženost podniku je velmi vysoká. Dokonce v roce 2008 dosahovala téměř 100 %. Hodnota ukazatele za celé období kolísá, a nelze na něm tedy pozorovat žádný stabilní dlouhodobější vývoj. Největší podíl na cizích zdrojích podniku mají především závazky z obchodních vztahů. Nemalý podíl na cizích zdrojích mají také krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci, což může být hodnoceno jako rizikové. Negativně lze také hodnotit fakt, že dlouhodobá aktiva společnosti jsou kryty z velké části krátkodobými zdroji.

Běžná likvidita

Tabulka 32: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	120 160	122 736	257 265	379 249	457 026
krátkodobé CZ	140 155	180 396	249 580	458 789	562 837
Běžná likvidita	0,86	0,68	1,03	0,83	0,81

Běžná likvidita je za celé sledované období pod hranicí doporučené hodnoty. V roce 2008, tedy po vstupu investora do společnosti, hodnota běžné likvidity klesla až na 0,68. V roce 2009 došlo k jejímu mírnému zvýšení na 1,03, avšak od roku 2010 začala její hodnota postupně klesat. Jedná se však o stav na konci účetního období, jehož vypovídací hodnota může být zkreslena.

Úrokové krytí

Tabulka 33: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Internet Mall a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	8 741	-15 138	76 576	-49 682	-24 675
nákladové úroky	1 278	1 918	1 611	5 324	10 228
Úrokové krytí	6,84	0,00	47,53	0,00	0,00

Kladných hodnot dosahoval ukazatel úrokového krytí pouze v letech 2007 a 2009. V roce 2009 vlivem vysokého EBIT dosahovala hodnota ukazatele hodnoty 47,53. V ostatních letech však byla hodnota EBIT záporná, a ukazatel úrokového krytí dosahoval v těchto letech nulových hodnot.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Vývoj ve společnosti během působení investora nelze jednoznačně hodnotit. Během jeho působení došlo k pozitivnímu vývoji u investic do aktiv netto, kdy společnost investovala jak do dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku, tak i do zvyšování hodnoty zásob zboží na skladě. Aktiva netto mají rostoucí vývoj, což představuje hospodářský růst společnosti.

Po vstupu investora v roce 2008 nejprve klesly tržby o necelých 5 %, v dalším roce tento pokles pokračoval a tržby společnosti klesly o více než 25 %. Pozitivní vývoj tržeb nastal až v letech 2010 a 2011, kdy tržby společnosti začaly naopak výrazně růst.

U ukazatele přidané hodnoty došlo po vstupu investora nejprve také k poklesu, od roku 2009 však přidaná hodnota rapidně rostla.

Nepříznivý vývoj nastal u ukazatele obratu aktiv, který se od příchodu investora nejprve snižoval především v důsledku nižších tržeb a vyšší hodnoty aktiv, teprve od roku 2010 se obrat aktiv začal znovu zvyšovat.

Během působení investora ve společnosti došlo k negativnímu vývoji výsledků hospodaření, které byly v letech 2008, 2010 a 2011 záporné, pouze v roce 2009 byl výsledek hospodaření kladný, k tomu však došlo v důsledku prodeje cenných papírů a podílů. Díky těmto výsledkům hospodaření nelze sledovat vývoj ukazatelů rentabilit za dobu působení investora, tedy kromě roku 2009, kdy naopak vlivem vysokého výsledku hospodaření jsou tyto hodnoty velmi vysoké. Negativně se vyvíjel ukazatel výkonnosti zaměstnance, který byl po celou dobu od vstupu investora záporný. V ukazateli je sledován provozní výsledek hospodaření očištěný, neprojevil se v něm tedy prodej cenných papírů a podílů, proto dosahoval v roce 2009 dokonce největší záporné hodnoty. Od roku 2010 se záporná hodnota ukazatele výkonnosti zaměstnance začala snižovat. Záporná hodnota výsledku hospodaření měla vliv také na ukazatel úrokového krytí, jehož kladných hodnot bylo dosaženo pouze v letech 2007 a 2009.

Velmi negativní je hodnota celkové zadluženosti společnosti, a časová struktura cizích zdrojů vůči aktivům. Negativně lze také hodnotit nízkou běžnou likviditu za celé sledované období, která by sice mohla být velmi rizikovým faktorem, avšak dle výroční zprávy je do doby zisku likvidita společnosti posilována mateřskou společností Netrail Holding B.V.

Společnost by se do budoucna měla zaměřit na tvorbu zisku a spolu s tím také na svou likviditu a vysokou zadluženost společnosti, která by ho v jeho další existenci mohla ohrozit.

3.1.4 Invia CZ, a.s.

IČ: 267 029 24

Sídlo: Senovážné nám. 5, Praha 1, PSČ 110 00

Právní forma: akciová společnost (do 31.12.2009 společnost s ručením omezeným)

Předmět podnikání: zprostředkování obchodu, provozování cestovní agentury

Datum vzniku účetní jednotky: 22.7.2002

Investor: MCI Management SA

Výše investice: více než 10 mil. PLN (73 mil. Kč), přesná částka nebyla zveřejněna

Investiční fond MCI TechVentures z polské finanční skupiny MCI Management SA vstoupil v roce 2008 do společnosti Invia CZ koupí 50,1 % podílu. Cílem společnosti je vybudovat významnou skupinu a konsolidovat trh s online cestováním ve střední Evropě.⁵² Jedná se o transakci typu buyout.

Tato podkapitola byla vypracována na základě příloh č.20 až č.28.

ROA

Tabulka 34: Vývoj ROA v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	8 247	19 032	16 630	20 319	20 592
Aktiva	57 202	70 211	143 793	139 565	233 804
ROA (v %)	14,42	27,11	11,57	14,56	8,81

V roce 2007 dosahovala rentabilita aktiv 14,42 %. V roce 2008, kdy vstoupil do společnosti investor, přesahovala výnosnost aktiv více než 27 % především díky vyššímu nárůstu výsledku hospodaření. Následující rok se výsledek hospodaření snížil, a zároveň se asi dvounásobně zvýšila hodnota aktiv, proto hodnota ROA klesla na 11,57 %. ROA v roce 2010 dosahovala pak podobných hodnot jako rok před vstupem investora. V posledním sledovaném roce byla rentabilita aktiv nejnižší, její hodnota činila 8,81 %. Příčina tohoto snížení spočívala ve vysokém nárůstu aktiv.

ROE

Tabulka 35: Vývoj ROE v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	8 247	19 032	16 630	20 319	20 592
Vlastní kapitál	17 386	29 164	32 608	22 384	48 217
ROE (v %)	47,43	65,26	51,00	90,77	42,71

Rentabilita vlastního kapitálu vykazuje za sledované období vysoké hodnoty, výnosnost vlastního kapitálu je tedy vysoká. Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu je relativně malý, což bezesporu zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Vývoj ukazatele

⁵² Fondy MCI kupují online cestovní agenturu INVIA.CZ. In: Invia.cz [online]. 2008 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <http://www.invia.cz/o-invia/press/tiskove-zpravy/711-fondy-mci-kupuji-online-cestovni-agenturu-inviacz/>

ROE za celé období velmi kolísá. Po vstupu investora došlo ke zvýšení rentability o více než 17 %, ale v dalším roce byl již vykazován pokles rentability o necelých 15 %. V roce 2010 činila hodnota ROE dokonce více než 90 %, v tomto roce bylo taktéž dosaženo nejvyšší hodnoty celkové zadluženosti. V roce 2011 klesla rapidně hodnota rentability, a to o více než 48 %, což bylo způsobeno vyšší hodnotou vlastního kapitálu.

ROS

Tabulka 36: Vývoj ROS v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	8 247	19 032	16 630	20 319	20 592
Tržby	117 339	175 135	174 331	193 579	188 150
ROS (v %)	7,03	10,87	9,54	10,50	10,94

Hodnota ukazatele ROS vykazuje oproti předchozím rentabilitám stabilní vývoj, dokonce po vstupu investora v roce 2008 došlo k mírnému zlepšení a hodnota rentability tržeb se pohybovala stabilně kolem 10 %. K mírnému poklesu došlo v roce 2009 vlivem nižšího EAT, v dalších letech rentabilita tržeb mírně rostla.

Tržby

Tabulka 37: Vývoj tržeb podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	117 339	175 135	174 331	193 579	188 150
Tempo růstu	-	49,26%	-0,46%	11,04%	-2,80%

Největší změna ve vývoji tržeb nastala v roce 2008, kdy do společnosti vstoupil investor a jejich hodnota se oproti předchozímu roku zvedla téměř o 50 %. Po vstupu investora došlo ve společnosti k vysokému nárůstu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, tyto prodeje se pak v následujících letech relativně ustálily. Vliv na mírný pokles tržeb v roce 2009 mohla mít hospodářská krize. Další nárůst tržeb lze pak sledovat v roce 2010, kdy se jejich hodnota zvedla asi o 11 %. Rok 2011 byl ve znamení mírného poklesu.

Přidaná hodnota

Tabulka 38: Vývoj přidané hodnoty v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	60 623	88 091	74 865	88 562	95 920
Tempo růstu	-	45,31%	-15,01%	18,30%	8,31%

Vývoj přidané hodnoty se dá i přes pokles v roce 2009 považovat za pozitivní. Po

vstupu investora v roce 2008 dokonce přidaná hodnota vzrostla o více než 45 %, k takto výraznému nárůstu přidané hodnoty došlo v závislosti na výrazném nárůstu tržeb v daném roce. K poklesu ukazatele došlo pouze v roce 2009, a tento pokles činil 15 %, příčinou byla především vyšší hodnota nakoupených služeb. V roce 2010 znovu přidaná hodnota vzrostla, a to o více než 18 %. V roce 2011 růst hodnoty ukazatele pokračoval, a i přes nižší tržby byla přidaná hodnota oproti předchozímu roku o 8,31 % vyšší, což bylo způsobeno nižší hodnotou nakoupených služeb.

Aktiva netto

Tabulka 39: Vývoj aktiv netto v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	57 202	70 211	143 793	139 565	233 804
Tempo růstu	-	22,74%	104,80%	-2,94%	67,52%

V průběhu sledovaného období docházelo kromě roku 2010 ke zvyšování aktiv podniku. V roce 2011 byla jejich hodnota oproti roku 2007 dokonce čtyřnásobně vyšší. Již po vstupu investora v roce 2008 došlo k nárůstu aktiv netto o 22,74 %, k čemuž došlo především nákupem podílu v ovládaných a řízených osobách a zvýšením hodnot krátkodobých i dlouhodobých pohledávek v tomto roce. K největšímu nárůstu aktiv došlo v roce 2009, kdy se jejich hodnota zvedla o více než 100 %. Tento nárůst byl způsoben především realizací investic do dlouhodobého finančního majetku, konkrétně akvizicí významné online cestovní agentury NetTravel.cz. Další významnou položkou bylo zvýšení hodnoty krátkodobých i dlouhodobých pohledávek. V roce 2010 nedošlo k žádným zásadním změnám, naopak v důsledku odpisů se hodnota aktiv mírně snížila. Naproti tomu v roce 2011 hodnota aktiv znovu výrazně vzrostla, což bylo zapříčiněno především vstupem firmy do ruského online prodejce Travelata.ru.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 40: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	10 860	24 053	17 566	28 000	31 568
PPSZ	255	X	X	93	90
Výkonnost zaměstnance	42,59	X	X	301,08	350,76

Bohužel vzhledem k nedostupnosti informací o počtu zaměstnanců v letech 2008 a 2009, nelze v těchto letech vývoj ukazatele sledovat. I z dostupných výpočtů lze však vidět znatelnou změnu během působení investora. V roce 2007 činila výkonnost zaměstnance 42,59 tis. Kč, zatímco v roce 2010 přesahovala 301 tis. Kč, tento rapidní nárůst byl následkem nižšího počtu zaměstnanců a rostoucího očištěného provozního výsledku hospodaření. Další nárůst zvýšení výkonnosti zaměstnance pokračoval i v roce 2011, kdy hodnota ukazatele stoupla na 350,76 tis. Kč.

Obrat aktiv

Tabulka 41: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	117 339	175 135	174 331	193 579	188 150
Aktiva	57 202	70 211	143 793	139 565	233 804
Obrat aktiv	2,05	2,49	1,21	1,39	0,80

Obrat aktiv se po vstupu investora v roce 2008 zvýšil na hodnotu 2,49 především díky vyšším tržbám. Od roku 2009 již však docházelo k velkému snižování obratu aktiv, v tomto roce klesla hodnota ukazatele až na 1,21. Je však třeba zmínit, že příčinou poklesu bylo zvyšování hodnoty aktiv, ke kterému docházelo především nákupem podílů v ovládaných a řízených osobách. Ze stejného důvodu došlo k dalšímu snížení obratu aktiv i v roce 2011, kdy hodnota ukazatele klesla až na 0,80. Mírné zvýšení obratu aktiv nastalo v roce 2010, díky vyšším tržbám a nižší hodnotě aktiv v tomto roce.

Celková zadluženost

Tabulka 42: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	38 111	40 554	110 634	116 518	182 533
Aktiva celkem	57 202	70 211	143 793	139 565	233 804
Celková zadluženost	66,63%	57,76%	76,94%	83,49%	78,07%

Celková zadluženost za poslední tři roky stoukala a pohybovala se kolem 80 %, podnik v tomto období také začal čerpat dlouhodobé bankovní úvěry. V letech 2010 a 2011 byl dlouhodobý majetek společnosti kryt částečně krátkodobými zdroji. Před vstupem investora, tj. v roce 2007, podnik žádné úvěry nečerpал, a největší podíl na cizích zdrojích měly závazky z obchodních vztahů, v tomto období byla výše zadluženosti

66,63 %. V roce 2008, kdy do podniku vstoupil investor, se celková zadluženost snížila na 57,76 %, ani v tomto období podnik nečerpal žádné bankovní úvěry. V letech 2007 a 2008 byl dlouhodobý majetek i část oběžného majetku kryt dlouhodobými zdroji.

Běžná likvidita

Tabulka 43: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	45 770	52 544	92 375	84 106	95 686
krátkodobé CZ	32 993	36 374	80 066	96 256	131 175
Běžná likvidita	1,39	1,44	1,15	0,87	0,73

V roce 2007 byla výše běžné likvidity 1,39, což je pod doporučenou hodnotou, která činí 1,5. Po vstupu investora se nejprve hodnota likvidity zvýšila na 1,44, ale v dalších letech začala klesat, její vývoj tedy není během působení investora dobrý. Ještě v roce 2009 přesahovala běžná likvidita hodnotu 1. Od roku 2010 vykazuje hodnota běžné likvidity velmi nízká čísla, přesto je třeba brát v potaz, že se jedná pouze o stavy na konci účetního období.

Úrokové krytí

Tabulka 44: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Invia CZ a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	11 224	24 522	22 094	28 127	30 254
nákladové úroky	10	0	1 405	2 003	3 173
Úrokové krytí	1 122,40	X	15,73	14,04	9,53

Ukazatel úrokového krytí vykazuje za všechny roky kladné hodnoty, které převyšují doporučené hodnoty tohoto ukazatele. V roce 2007 bylo úrokové krytí vzhledem k nízkým nákladovým úrokům velmi vysoké. V roce 2008 podnik neměl žádné nákladové úroky. Od roku 2009 již začal podnik čerpat bankovní úvěry a postupně začala růst i položka nákladových úroků. V roce 2009 činila výše ukazatele 15,73, v dalších letech však byla vykazována klesající tendence ukazatele úrokového krytí. Nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2011, kdy úrokové krytí činilo 9,53, i přesto překračovala doporučené hodnoty.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Vstup investora do společnosti lze posoudit jako pozitivní krok. Již v době jeho vstupu, tedy v roce 2008, vzrostly tržby společnosti o téměř 50 %. K mírnému poklesu tržeb došlo pouze v letech 2009 a 2011. Po vstupu investora do společnosti vzrostl také ukazatel přidané hodnoty, u tohoto ukazatele došlo pouze v roce 2009 k poklesu o 15,01 %. Pozitivní byl taktéž vývoj ukazatele aktiva netto, kdy společnost v roce 2009 přistoupila k akvizici významné online cestovní agentury NetTravel.cz, což zvedlo hodnotu aktiv netto o více než 100 %. V roce 2011 došlo k dalšímu výraznému nárůstu aktiv netto, což bylo zapříčiněno vstupem firmy do ruského online prodejce Travelata.ru. K poklesu tohoto ukazatele došlo pouze v roce 2010, a to především vlivem odpisů. Tyto investice byly v rámci cílů společnosti na vybudování významné skupiny a konsolidace trhu s online cestováním ve střední Evropě.

Během působení investora ve společnosti došlo k pozitivnímu vývoji rentability tržeb, která se po jeho vstupu zvýšila na 10,87 %, a hodnotu kolem 10 % si společnost udržela po celou sledovanou dobu. Po vstupu investora došlo taktéž ke zvýšení rentability vlastního kapitálu o více než 17 %. Výše ROE však velmi kolísala, v roce 2010 její hodnota činila více než 90 %, a v roce 2011 došlo k jejímu poklesu na 42,71 %, i přesto byla výnosnost vlastního kapitálu velmi vysoká. U rentability aktiv došlo po vstupu investora k velkému nárůstu o více než 12 %, v letech 2009 a 2011 však došlo u tohoto ukazatele ke značnému poklesu, a to především díky velkému zvýšení hodnoty aktiv.

Z dostupných dat lze také vidět velké zlepšení ukazatele výkonnosti zaměstnance, který se od roku 2007 do roku 2011 zvýšil z 42,59 tis. Kč na 350,76 tis. Kč.

Nepříliš příznivý vývoj lze vysledovat u ukazatele obratu aktiv, který se nejprve po vstupu investora sice zvýšil z 2,01 na 2,49, poté však vlivem vysokých investic do aktiv v letech 2009 a 2011 klesl, a v roce 2011 činil obrat aktiv již pouze 0,8.

Negativní vývoj lze sledovat u ukazatele běžné likvidity, který se sice nejprve po vstupu investora mírně zvýšil, poté však docházelo po celou dobu působení investora k jeho snižování. Po vstupu investora v roce 2008 nejprve celková zadluženost společnosti klesla, ale poté v letech 2009 a 2010 hodnota celkové zadluženosti výrazně vzrostla, společnost v roce 2009 začala čerpat bankovní úvěry. K mírnému poklesu celkové zadluženosti došlo v roce 2011. Společnost vykazovala ve všech sledovaných letech kladné hodnoty ukazatele úrokového krytí, které překračovaly doporučené hodnoty.

Společnost by se měla zaměřit na řízení své likvidity a vyšší efektivnost využívání svých aktiv.

3.1.5 Kofola a.s.

IČ: 277 67 680

Sídlo: Za drahou 165/1, Krnov - Pod Bezručovým vrchem, PSČ 794 01

Právní forma: akciová společnost

Předmět podnikání: výroba nealkoholických nápojů a potravinářských výrobků, velkoobchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Datum vzniku účetní jednotky: 15.5.2006

Investor: Enterprise Investors

Výše investice: 132 mil. € (asi 3,36 mld. Kč)

Enterprise Investors získal prostřednictvím veřejné nabídky akcií na Varšavské burze 42,45 % podíl ve společnosti Kofola a.s., cena této transakce činila 132 mil. €. Majoritních 56,99 % zůstalo v držení zakladatelů Kofoly, a zbytek tj. 0,6 % připadá na minoritní akcionáře. Investor se rozhodl vstoupit do společnosti pro její schopný a zkušený management, zajímavé portfolio výrobků a pro její velký potenciál růstu.⁵³ Jedná se o transakci typu buyout.

Tato kapitola byla vypracována na základě příloh č.31 až č.34.

ROA

Tabulka 45: Vývoj ukazatele ROA v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	168 421	142 756	193 596	52 290	76 842
Aktiva	1 961 248	2 361 468	2 197 298	2 173 764	2 280 541
ROA (v %)	8,59	6,05	8,81	2,41	3,37

Rentabilita aktiv nedosahovala za celé sledované období nijak vysokých hodnot. Po vstupu investora v roce 2008 klesla hodnota ROA na 6,05 %. Největší rentabilita, a to konkrétně 8,81 %, byla v roce 2009, kdy společnost dosáhla také nejvyššího výsledku hospodaření. Naproti tomu nejnižšího výsledku hospodaření bylo dosaženo rok poté,

⁵³ Enterprise Investors získal 42,45%-ný podíl v spoločnosti Kofola-Hoop v rekordne veľkej verejnej ponuke na Varšavskej burze. In: Enterprise Investors [online]. 2008 [cit. 2013-05-12]. Dostupné z: <http://www.ei.com.pl/cz/novinky/archiv/enterprise-investors-z-skal-42-45-n-podiel-v-spolo-nosti-kofola-hoop-v-rekordne-ve-kej-verejnej-ponuke-na-var-avskej-burze>.

díky čemu rentabilita aktiv klesla dokonce až na 2,41 %. Poslední dva sledované roky jsou tedy ve znamení velmi nízké rentability aktiv, kdy se její výše pohybuje pouze kolem 3 %. Tento stav je zapříčiněn nižšími výsledky hospodaření ve srovnání s předchozími roky.

ROE

Tabulka 46: Vývoj ukazatele ROE v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	168 421	142 756	193 596	52 290	76 842
Vlastní kapitál	344 561	428 834	571 529	571 003	621 396
ROE (v %)	48,88	33,29	33,87	9,16	12,37

Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje za první tři sledované roky relativně vysokých hodnot. Rok před vstupem investora činila výnosnost vlastního kapitálu téměř 50 %. V letech 2008 a 2009 výše vlastního kapitálu rostla, a rentabilita se v těchto letech držela kolem 33 %. V letech 2010 a 2011 klesla hodnota rentability až na 9,16 % a 12,37 %. Příčinou tohoto poklesu bylo jak zvýšení podílu vlastního kapitálu a snížení podílu cizích zdrojů v podniku, tak také nižší výsledky hospodaření oproti předchozím rokům.

ROS

Tabulka 47: Vývoj ukazatele ROS v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	168 421	142 756	193 596	52 290	76 842
Tržby	2 908 257	2 921 365	2 558 048	2 396 028	2 387 775
ROS (v %)	5,79	4,89	7,57	2,18	3,22

Rentabilita tržeb vykazuje nestabilní vývoj hodnot. Po vstupu investora v roce 2008 rentabilita tržeb klesla téměř o jedno procento. V dalším roce však i přes největší pokles tržeb za celé sledované období vzrostla rentabilita tržeb o 2,68 %. Roky 2010 a 2011 jsou již ve znamení značného poklesu, a to především díky nízkému zisku po zdanění.

Tržby

Tabulka 48: Vývoj tržeb v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	2 908 257	2 921 365	2 558 048	2 396 028	2 387 775
Tempo růstu	-	0,45%	-12,44%	-6,33%	-0,34%

V tabulce č.48 lze vidět vývoj tržeb společnosti Kofola a.s. za období 2007 až 2011. Z tabulky je patrný postupný pokles tržeb za sledované období, a to i přes neustálé rozšiřování portfolia výrobků firmy. Největší pokles tržeb nastal v roce 2009, kdy se tržby snížily o více než 12 %. Možnou příčinou mohl být pokles prodeje v důsledku hospodářské krize. K nepatrnému zvýšení tržeb došlo pouze v roce 2008, kdy do společnosti vstoupil investor a tržby se zvýšily o 0,45 %. Velikost poklesu od roku 2007 po rok 2011 činí asi 18 %. Relativně nízký pokles tržeb oproti minulému roku byl v roce 2011, což by mohlo značit jisté ustálení klesajícího vývoje tržeb.

Přidaná hodnota

Tabulka 49: Vývoj přidané hodnoty v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	450 168	590 418	583 639	450 716	451 233
Tempo růstu	-	31,16%	-1,15%	-22,77%	0,11%

První rok po vstupu investora vzrostla výrazně přidaná hodnota o 31,16 %, tento rychlý nárůst byl zapříčiněn především snížením výkonové spotřeby. V dalších letech již nebyl vývoj přidané hodnoty tak příznivý. V roce 2009 sice klesla přidaná hodnota i přes velký propad tržeb pouze o -1,15 %, naproti tomu v roce 2010 nastal propad dokonce až o -22,77 %. Výše přidané hodnoty v posledním sledovaném roce byla srovnatelná s její hodnotou rok před vstupem investora.

Aktiva netto

Tabulka 50: Vývoj aktiv netto v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	1 961 248	2 361 468	2 197 298	2 173 764	2 280 541
Tempo růstu	-	20,41%	-6,95%	-1,07%	4,91%

Vývoj aktiv netto vykazuje relativně stabilní hodnoty, což znamená, že společnost neprováděla žádné velké investice. K největší změně došlo v roce 2008, tedy po vstupu investora, kdy se hodnota aktiv v netto podobě zvýšila zhruba o 20 %. Toto zvýšení měly za následek především investice do staveb a do strojů a zařízení, mimo to vzrostla také hodnota zásob a dlouhodobých i krátkodobých pohledávek. V letech 2009 a 2010 docházelo vlivem odpisů ke snižování hodnoty aktiv, kromě toho se snižovala i hodnota zásob a krátkodobých pohledávek. V roce 2011 lze vidět mírný nárůst aktiv zhruba o 5 % oproti roku předchozímu. Příčina tohoto nárůstu spočívala především v koupi

100 % podílu společnosti Pinelli s.r.o. v hodnotě 173 mil. Kč, k této položce pak společnost Kofola a.s. vytvořila z důvodu meziročního poklesu vlastního kapitálu firmy Pinelli s.r.o. opravnou položku ve výši 56 mil. Kč.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 51: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	137 643	174 913	232 611	90 709	93 384
PPSZ	593	681	619	631	531
Výkonnost zaměstnance	232,11	256,85	375,79	143,75	175,86

Od roku 2007 do roku 2009 hodnota ukazatele výkonnosti zaměstnance značně stoupala. Nejvyšší výkonnosti zaměstnance bylo dosaženo v roce 2009, kdy tato výkonnost dosáhla hodnoty 375,79 tis. Kč. Nutno konstatovat, že v tomto roce společnost vykazovala také nejvyšší očištěný provozní výsledek hospodaření. V roce 2010 lze vidět značný pokles výkonnosti zaměstnance, kdy hodnota tohoto ukazatele klesla až na 143,75 tis. Kč. Příčinou takto rapidního poklesu bylo dosažení nejnižšího očištěného provozního výsledku hospodaření za celé sledované období. V následujícím roce byla hodnota očištěného provozního výsledku hospodaření sice téměř stejná, ale podnik snížil radikálně svůj průměrný přepočtený stav zaměstnanců, čímž dosáhl zvýšení hodnoty výkonnosti zaměstnance na 175,86 tis. Kč.

Obrat aktiv

Tabulka 52: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	2 908 257	2 921 365	2 558 048	2 396 028	2 387 775
Aktiva	1 961 248	2 361 468	2 197 298	2 173 764	2 280 541
Obrat aktiv	1,48	1,24	1,16	1,10	1,05

Společnost se potýká s postupným snižováním tržeb, proto také dochází i ke snižování obratu aktiv, jejichž výše za sledované období mírně vzrostla. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je jedna, což podnik splňuje za celé období. Avšak postupné snižování hodnoty obratu aktiv značí nižší efektivnost využití aktiv.

Celková zadluženost

Tabulka 53: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	1 575 980	1 931 643	1 624 439	1 602 761	1 658 780
Aktiva celkem	1 961 248	2 361 468	2 197 298	2 173 764	2 280 541
Celková zadluženost	80,36%	81,80%	73,93%	73,73%	72,74%

V letech 2007 a 2008, tedy před vstupem investora a po jeho vstupu, si společnost udržovala celkovou zadluženost na úrovni zhruba 80 %. K výraznější změně došlo v roce 2009, kdy společnost snížila svou zadluženost o necelých 8 %, především díky výraznému snížení cizích zdrojů. Pokles cizích zdrojů byl v největší míře zaznamenán u položek dlouhodobých závazků, závazků z obchodních vztahů, nižší hodnotě krátkodobých záloh a bankovních úvěrů. Od roku 2010 společnost svoji zadluženost mírně snižovala, a udržovala ji na úrovni zhruba 73 %.

Běžná likvidita

Tabulka 54: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	1 219 348	1 376 099	1 157 977	1 078 648	1 014 333
krátkodobé CZ	1 346 289	1 484 356	1 310 225	1 357 879	1 326 988
Běžná likvidita	0,91	0,93	0,88	0,79	0,76

Hodnota běžné likvidity je za celé sledované období velmi nízká, dokonce v posledních sledovaných letech mírně klesala. V roce 2008, kdy vstoupil investor do společnosti, hodnota běžné likvidity mírně vzrostla na 0,93. Od roku 2009 lze však sledovat její postupný pokles. Hodnoty běžné likvidity nižší než jedna jsou již hodnoceny jako velmi rizikové, protože společnost by nebyla schopna svými oběžnými aktivy uhradit své krátkodobé cizí zdroje. Je však třeba brát v potaz, že se jedná o stav na konci účetního období.

Úrokové krytí

Tabulka 55: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Kofola a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	155 835	189 035	215 279	95 873	101 467
nákladové úroky	26 144	42 746	26 652	21 199	22 172
Úrokové krytí	5,96	4,42	8,08	4,52	4,58

Ukazatel úrokového krytí vykazoval ve všech letech pozitivní hodnoty. Nejnižší hodnoty ukazatele bylo dosaženo v roce 2008, tedy po vstupu investora, kdy společnost čerpala víc bankovních úvěrů, čímž se jí zvýšily i nákladové úroky. Naopak v roce 2009 se hodnota nákladových úroků snížila a hodnota úrokového krytí činila 8,08. V posledních dvou letech se hodnota úrokového krytí snížila zhruba na hodnotu 4,5, což bylo následkem především nižšího EBIT.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Na základě provedené zjednodušené analýzy nelze zatím vstup investora do společnosti hodnotit jako přínosný. Ke zvýšení tržeb během působení investora došlo pouze v roce 2008, kdy jejich hodnota nepatrně vzrostla o 0,45 %, od roku 2009 tržby společnosti i přes zavádění nových produktů stále klesaly. Podobně tomu bylo i u ukazatele přidané hodnoty, kdy došlo v roce 2008 k růstu o 31,16 % a od roku 2009 hodnota ukazatele klesala.

Díky investicím do aktiv v roce 2008 došlo u tohoto ukazatele nejprve k nárůstu hodnoty zhruba o 20 %, avšak v dalších letech docházelo k mírnému poklesu jejich hodnoty. Další nárůst aktiv netto nastal až v roce 2011, kdy společnost uskutečnila koupi společnosti Pinelli s.r.o., čímž do svého portfolia nabízených výrobků přidala další známé produkty. Během působení investora ve společnosti však docházelo především vlivem nižších tržeb k postupnému snižování hodnoty ukazatele obrátu aktiv. Rentabilita aktiv nedosahovala za celé sledované období nijak vysokých hodnot. Po vstupu investora v roce 2008 klesla hodnota ROA na 6,05 % a v dalším roce došlo pak k jejímu mírnému nárůstu na 8,81 %. V letech 2010 a 2011 klesla hodnota ROA až na úroveň kolem 3 %. Negativní vývoj lze sledovat i u ROE, u níž došlo po vstupu investora k poklesu ze 48,88 % na 33,29 %, mírný nárůst ROE byl sledován v roce 2009. V letech 2010 a 2011 klesla hodnota rentability až na 9,16 % a 12,37 %. Ke stejnému vývoji docházelo i u rentability tržeb, která nejprve po vstupu investora klesla téměř o 1 %, v roce 2009 se hodnota ROS zvýšila na více než 7 %. V letech 2010 a 2011 dosahovala rentabilita tržeb nízkých hodnot, a to 2,18 % a 3,22 %.

U ukazatele výkonnosti zaměstnance docházelo až do roku 2009 k jeho zlepšení. V roce 2010 se hodnota ukazatele vlivem nízkého provozního výsledku hospodaření očištěného

rapidně snížila, a v roce 2011 znovu došlo k jeho nárůstu především díky mnohem nižšímu průměrnému přepočtenému stavu zaměstnanců.

Celková zadluženost společnosti se s příchodem investora v roce 2008 mírně zvýšila, od roku 2009 však došlo k jejímu snížení na hodnotu kolem 73 %, kterou si společnost po celé sledované období udržela. Společnost byla schopna po celé sledované období krýt své nákladové úroky. Naproti tomu dosahovala společnost velmi nízké likvidity, u které došlo nejprve po příchodu investora k mírnému zlepšení, od roku 2009 však hodnota běžné likvidity stále klesala.

Společnost by se měla zaměřit na příčinu poklesu tržeb a pokusit se zvýšit svoji produktivitu a efektivitu využívání aktiv.

3.1.6 Papcel a.s.

IČ: 253 50 471

Sídlo: Uničovská 132/19, Litovel, PSČ 784 01

Právní forma: akciová společnost

Předmět podnikání: výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona; silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny

Datum vzniku účetní jednotky: 15.5.1996

Investor: EK Mittelstandsfinanzierung AG

Výše investice: nezjištěno

V rámci Management-Buy-Out získal EK Mittelstandsfinanzierung AG podíl ve společnosti Papcel a.s. ve výši 34 %. Zbylých 66 % zůstalo ve vlastnictví pana Ing. Davida Dostála.⁵⁴

Tato podkapitola byla vypracována na základě příloh č.35 až č.39.

⁵⁴ **Aktuelles Portfolio.** In: *EK Fin* [online]. [cit. 2013-05-12]. Dostupné z: <http://www.ekfin.at/sites/beteiligungen.htm>.

ROA

Tabulka 56: Vývoj ukazatele ROA v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	53 035	30 914	7 075	14 455	12 938
Aktiva	758 228	604 926	679 260	900 043	955 779
ROA (v %)	6,99	5,11	1,04	1,61	1,35

Největší hodnoty ROA bylo dosaženo v roce 2007, který firma považovala za velmi úspěšný, a to konkrétně necelých 7 %. V dalším roce, tedy po vstupu investora, byl zaznamenán pokles na 5,11 %, kdy došlo k poklesu jak aktiv, tak i EAT. Rok 2009 byl z velké části zasažen hospodářskou krizí, z čehož vyplynul nejnižší výsledek hospodaření za celé sledované období, a výše rentability aktiv přesahovala pouze 1 %. V letech 2010 a 2011 nedošlo k žádnému výraznému zlepšení rentability aktiv, a jeho výše se pohybovala stále pod 2%. Nutno konstatovat, že výše vykazované rentability aktiv je dána vysokou kapitálovou náročností oboru podnikání.

ROE

Tabulka 57: Vývoj ukazatele ROE v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	53 035	30 914	7 075	14 455	12 938
Vlastní kapitál	169 282	147 172	441 089	455 456	414 813
ROE (v %)	31,33	21,01	1,60	3,17	3,12

V roce 2007 činila hodnota ROE více než 31 %, což byla největší hodnota za celé sledované období. Díky začínajícímu vlivu hospodářské krize v následujícím roce klesla hodnota rentability vlastního kapitálu o 10 %, a to především díky nižšímu výsledku hospodaření. Od roku 2009 došlo k rapidnímu poklesu hodnoty ukazatele rentability vlastního kapitálu. Jednou z příčin byl samozřejmě nižší výsledek hospodaření v těchto letech, ale také navýšení základního kapitálu o více než 200 mil. Kč. Díky těmto vlivům přesahovala rentabilita vlastního kapitálu výši 3 % v dalších letech, tj. v letech 2010 a 2011 pouze nepatrně.

ROS

Tabulka 58: Vývoj ukazatele ROS v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	53 035	30 914	7 075	14 455	12 938
Tržby	723 906	665 179	472 909	660 669	718 600
ROS (v %)	7,33	4,65	1,50	2,19	1,80

Stejně jako u předchozích rentabilit dosáhla firma nejlepšího výsledku v roce 2007, kdy rentabilita tržeb činila 7,33 %. Po vstupu investora klesla rentabilita tržeb na 4,65 %. V roce 2009 dosáhla hodnota rentability nejnižšího bodu a činila pouze 1,5 %, příčinou byl pokles čistého zisku a tržeb pravděpodobně v důsledku hospodářské krize. V roce 2010 rentabilita tržeb mírně vzrostla na 2,19 %, v dalším roce však došlo znovu k poklesu na 1,8 %.

Tržby

Tabulka 59: Vývoj tržeb v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	723 906	665 179	472 909	660 669	718 600
Tempo růstu	-	-8,11%	-28,91%	39,70%	8,77%

Rok 2007, tedy ještě před vstupem investora, byl pro firmu velmi úspěšný, což se projevilo i v největší hodnotě dosažených tržeb za celé sledované období. Do roku 2009 docházelo k postupnému snižování tržeb. Od roku 2007 do roku 2009 činil tento pokles zhruba 35 %. Příčinou tohoto poklesu byla hospodářská krize, a její následky spočívající v nízkém objemu zakázek. V roce 2010 se již firmě podařilo zajistit nové zakázky a příležitosti, a tím zvednout tržby asi o 40 %. V následujícím roce pokračoval rostoucí vývoj tržeb, jejich nárůst byl již ale mírnější, a oproti minulému roku činil tento nárůst zhruba 9 %.

Přidaná hodnota

Tabulka 60: Vývoj přidané hodnoty v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	227 562	171 492	117 793	131 925	200 586
Tempo růstu	-	-24,64%	-31,31%	12,00%	52,05%

Jak je vidět i z ukazatele přidané hodnoty, nejúspěšnějším rokem pro firmu byl rok 2007. Po vstupu investora klesla přidaná hodnota o necelých 25 %, a v dalším roce došlo k poklesu o dalších 31 %, tento pokles je přisuzován především vlivu hospodářské krize, která ovlivnila firmu ve velikosti realizovaných zakázek, taktéž se firmě nedařilo

společně se snížením tržeb dosáhnout větších úspor v položce výkonové spotřeby. V letech 2010 a 2011 se firmě podařilo stabilizovat situaci a zajistit znovu vyšší počet kontraktů, čímž se v návaznosti na tržbách začala zvyšovat i přidaná hodnota, a to v roce 2010 o 12 % a v roce 2011 se její hodnota zvýšila výrazně dokonce až o 52 %.

Aktiva netto

Tabulka 61: Vývoj aktiv netto v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	758 228	604 926	679 260	900 043	955 779
Tempo růstu	-	-20,22%	12,29%	32,50%	6,19%

V roce 2008 došlo ke snížení hodnoty aktiv asi o 20 %, což bylo zapříčiněno nižší hodnotou oběžných aktiv, nejvíce se toto snížení projevilo v položkách materiálu, a také nižší hodnotě krátkodobých pohledávek. V roce 2009 se hodnota aktiv zvýšila o 12,29 %, v tomto roce došlo také k fúzi se společností P.B.O. Holding a.s., čímž vznikla v rozvaze položka oceňovacího rozdílu k nabytému majetku, jenž zapříčinila tento nárůst aktiv. K dalšímu výraznému nárůstu aktiv a to o 32,5 % oproti roku předchozímu došlo v roce 2010, důsledkem tohoto nárůstu bylo zvýšení hodnoty zásob a účtů v bankách. V roce 2011 vzrostla aktiva asi o 6 %, jednalo se především o zvýšení položek zásob, hlavně materiálu a zboží, a růst hodnoty krátkodobých pohledávek.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 62: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	55 752	38 236	24 729	38 651	48 221
PPSZ	284	268	224	197	238
Výkonnost zaměstnance	196,31	142,67	110,40	196,20	202,61

Ukazatel výkonnosti zaměstnance dosahuje relativně stabilních hodnot kolem 200 tis. Kč. Výjimkami byly pouze roky 2008 a 2009, kdy hospodářská krize měla největší sílu a negativně působila na firmu. Minima pak dosahovala hodnota ukazatele v roce 2009, kdy její výši činila 110,4 tis. Kč. V důsledku snížení tržeb přistoupila firma k redukci nákladů, a snižovala svůj stav zaměstnanců, čímž dosáhla větší efektivity výkonnosti na jednoho zaměstnance. Tento rozdíl je vidět především při srovnání let 2008 a 2010, kdy

při velmi podobném očištěném provozním výsledku hospodaření dosahovala výkonnost zaměstnance značně rozdílných hodnot.

Obrat aktiv

Tabulka 63: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	723 906	665 179	472 909	660 669	718 600
Aktiva netto	758 228	604 926	679 260	900 043	955 779
Obrat aktiv	0,95	1,10	0,70	0,73	0,75

Kromě roku 2008 nedosahuje obrat aktiv ani doporučené hodnoty 1, což značí nízkou efektivitu využívání aktiv společnosti. V roce 2009 klesl obrat aktiv na 0,7. Od roku 2010 docházelo k mírnému zvyšování obratu aktiv. Podobně jako tržby rostla i hodnota aktiv, proto nedocházelo k výraznému zvyšování obratu aktiv. Tyto nízké dosahované hodnoty jsou z velké části dány oborem podnikání, který je kapitálově náročný. Podnik také často drží velké množství svých peněžních prostředků v zásobách a v hodnotách pohledávek.

Celková zadluženost

Tabulka 64: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	588 946	457 754	238 168	427 014	524 611
Aktiva celkem	758 228	604 926	679 260	900 043	955 779
Celková zadluženost	77,67%	75,67%	35,06%	47,44%	54,89%

Během působení investora ve společnosti docházelo ke snižování celkové zadluženosti. K největšímu snížení došlo v roce 2009, kdy celková zadluženost společnosti klesla zhruba o 40 %, příčinou byla především nižší hodnota závazků z obchodních vztahů a krátkodobých záloh vztahujících se k objemu zakázek. V roce 2010 se zvýšila celková zadluženost podniku na 47,44 %, což bylo zapříčiněno právě vyššími závazky z obchodních vztahů a vyššími přijatými krátkodobými zálohami. Zvýšení celkové zadluženosti v roce 2011 na 54,89 % mělo stejný důvod.

Běžná likvidita

Tabulka 65: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	578 389	422 165	186 220	433 121	564 143
krátkodobé CZ	529 375	429 315	190 641	384 498	483 939
Běžná likvidita	1,09	0,98	0,98	1,13	1,17

Ukazatel běžné likvidity vyjadřuje stav na konci účetního období. Hodnota běžné likvidity je za celé sledované období velmi nízká a pohybuje se kolem hodnoty jedna. V letech 2008 a 2009 činila běžná likvidita dokonce pouze 0,98. Je však třeba zmínit, že velký podíl na cizích zdrojích mají také krátkodobé přijaté zálohy.

Úrokové krytí

Tabulka 66: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Papcel a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	71 082	43 508	14 045	36 492	25 346
nákladové úroky	2 163	4 506	5 863	6 068	3 957
Úrokové krytí	32,86	9,66	2,40	6,01	6,41

Před vstupem investora dosahoval ukazatel úrokového krytí nejvyšší hodnoty, která činila 32,86. V roce 2008 začal podnik čerpat více bankovních úvěrů, čímž se mu zvýšila hodnota nákladových úroků a zároveň se rapidně snížila hodnota EBIT, proto ukazatel klesl až na 9,66. Nejnižší hodnoty dosahovalo úrokové krytí v roce 2009, kdy především díky nízkému EBIT činilo pouze 2,4. V dalších letech se situace zlepšovala a ukazatel úrokového krytí již přesahoval hodnotu 6.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Vzhledem k silnému působení hospodářské krize ihned po vstupu investora do firmy nelze jeho přínos zatím hodnotit. I přesto lze vidět, že největšího úspěchu dosáhla společnost ještě před jeho vstupem, tedy v roce 2007.

Společnost pocítila negativně působení hospodářské krize hlavně v roce 2009, což vedlo především k nižším tržbám a současně i k nižší přidané hodnotě, přesto se jí relativně dobře podařilo tuto situaci ustát a znovu navázat na předchozí úspěšné roky, a od roku 2010 docházelo znovu k růstu těchto ukazatelů. Společnost neustále inovuje, disponuje

zkušenými zaměstnanci i managementem, a čím dál více se prosazuje i na dalších trzích.

Velký pokles hodnot zaznamenaly i ukazatele rentabilit, které dosahovaly nejvyšších hodnot v roce 2007. Po vstupu investora, tj. v roce 2008, došlo k rapidnímu poklesu rentabilit, který pokračoval i v roce 2009. V letech 2010 a 2011, kdy začaly odeznívat vlivy hospodářské krize začaly hodnoty rentabilit znovu postupně růst.

Po vstupu investora došlo u ukazatele aktiva netto k jejich poklesu o více než 20 %, což bylo zapříčiněno počínajícím vlivem hospodářské krize a s tím spojeným poklesem oběžných aktiv a krátkodobých pohledávek. V roce 2009 pak došlo k nárůstu aktiv především díky fúzi se společností P.B.O. Holding a.s. Po odeznění krize v roce 2010 a 2011 se znovu především vlivem zvyšování zakázek začala postupně zvyšovat i aktiva netto. Po vstupu investora v roce 2008 došlo také k mírnému zvýšení obratu aktiv na 1,1. V roce 2009 došlo naopak k poklesu až na 0,7, a od roku 2010 se obrat aktiv znovu mírně zvyšoval.

Stejný pokles v letech 2008 a 2009 lze vidět i u ukazatele výkonnosti zaměstnance, kdy docházelo nejdříve k velkému poklesu tohoto ukazatele. Na pokles zakázek reagovala společnost propouštěním zaměstnanců, a od roku 2010 se dostala znovu na podobné hodnoty jako před vstupem investora.

Po vstupu investora celková zadluženost společnosti mírně klesla. K výraznému snížení celkové zadluženosti pak došlo v roce 2009, kdy došlo k poklesu zhruba o 40 %. V letech 2010 a 2011 docházelo znovu k postupnému nárůstu celkové zadluženosti. Nutno podotknout, že velkou část cizích zdrojů společnosti tvoří závazky z obchodních vztahů a přijaté krátkodobé zálohy, které se vztahují ke smluveným zakázkám.

Negativně lze hodnotit velmi nízké hodnoty běžné likvidity, které se však dařilo společnosti především v posledních dvou letech zvyšovat. Jednou z příčin takto nízké likvidity jsou krátkodobé přijaté zálohy související s délkou realizace zakázek, což by mohlo být řešeno například částečnou fakturací, záleží však na smluvených platebních podmínkách mezi zákazníky a podnikem. Společnost byla schopna během všech sledovaných let krýt své nákladové úroky z EBIT, nízké hodnoty dosahovala pouze v roce 2009, kdy ukazatel úrokového krytí činil 2,4.

3.1.7 České Radiokomunikace a.s.

IČ: 247 388 75

Sídlo: U Nákladového nádraží 3144, Praha 3, PSČ 130 00

Právní forma: akciová společnost

Předmět podnikání:

- Vysílání rozhlasových a televizních programů provozovatelů ze zákona a jiných provozovatelů
- Poskytování telekomunikačních služeb na základě telekomunikační licence nebo povolení
- Přenos obrazových, zvukových, telefonních a datových signálů pomocí pozemských stanic a družicových soustav
- Zřizování a provoz veřejných a neveřejných datových sítí
- Montáž, údržba a servis telekomunikačních zařízení

Datum vzniku účetní jednotky: 6.4.2006

Investor: MID Europa Partners

Výše investice: 1,2 mld. €

Exit: 2011

MID Europa Partners vstoupila nepřímo do společnosti České Radiokomunikace v listopadu roku 2006, kdy koupila podíl ve společnosti Falcon Group, která vlastní 100 % podíl Českých Radiokomunikací. Svůj podíl ve Falcon Group pak ještě zvýšila v roce 2008 na 74,6 %, kdy odkoupila podíl zbankrotované americké investiční banky Lehman Brothers. V roce 2011 byl uskutečněn exit, a podíl byl prodán australským fondům Macquarie za 574 milionů eur (zhruba 14,3 miliardy korun).⁵⁵ Jedná se o transakci typu buyout.

Tato podkapitola byla vypracována na základě příloh č.40 až č.44.

⁵⁵ Mid Europa Completes Sale Of Ceske Radiokomunikace. In: Mid Europa [online]. 2011 [cit. 2013-05-12]. Dostupné z: <http://www.mideuropa.com/media/news/2011/mid-europa-completes-sale-of-ceske-radiokomunikace/>

ROA

Tabulka 67: Vývoj ukazatele ROA v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-236 192	-444 432	25 418	141 077	-930 904
Aktiva	12 697 508	11 864 311	10 607 947	17 776 309	17 133 357
ROA (v %)	0,00	0,00	0,24	0,79	0,00

Bohužel vzhledem k zápornému výsledku hospodaření v letech 2007, 2008 a 2011 nelze sledovat vývoj rentability aktiv, a její hodnoty jsou v těchto letech vykazovány v nulové výši. Takto nepříznivých výsledků hospodaření společnost dosahovala vlivem vysokých nákladů, jejichž nejvyššími položkami byly výkonová spotřeba a odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. I přesto v letech 2009 a 2010, kdy lze díky kladným výsledkům hospodaření vyjádřit jejich výši, nedosahuje výnosnost aktiv ani 1 %.

ROE

Tabulka 68: Vývoj ukazatele ROE v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-236 192	-444 432	25 418	141 077	-930 904
Vlastní kapitál	3 703 804	3 259 372	3 331 996	9 755 298	2 753 133
ROE (v %)	0,00	0,00	0,76	1,45	0,00

U rentability vlastního kapitálu sledujeme stejný problém jako u rentability aktiv, kdy díky záporným výsledkům hospodaření je výnosnost vlastního kapitálu v letech 2007, 2008 a 2011 vykazována v nulové hodnotě. V roce 2009 dosahovala výnosnost vlastního kapitálu pouhých 0,76 %. V roce 2010 vlivem vyššího výsledku hospodaření a také nárůstu vlastního kapitálu, který byl způsoben vznikem položky oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách, jež navýšila hodnotu vlastního kapitálu o více než 6 mld. Kč, vzrostla rentabilita na 1,45 %.

ROS

Tabulka 69: Vývoj ukazatele ROS v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EAT	-236 192	-444 432	25 418	141 077	-930 904
Tržby	2 747 564	2 666 656	2 691 025	2 159 889	1 966 459
ROS (v %)	0,00	0,00	0,94	6,53	0,00

Vzhledem k zápornému výsledku hospodaření v letech 2007, 2008 a 2011 nelze sledovat rentabilitu tržeb, a její výše je proto vykazována jako nulová. V roce 2009 činila rentabilita tržeb 0,94 %. V roce 2010 se její hodnota vlivem vyššího výsledku hospodaření po zdanění zvýšila na 6,53 %.

Tržby

Tabulka 70: Vývoj tržeb v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Tržby (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	2 747 564	2 666 656	2 691 025	2 159 889	1 966 459
Tempo růstu	-	-2,94%	0,91%	-19,74%	-8,96%

Hodnota tržeb od roku 2007 do roku 2009 nevykazovala žádné velké změny. V roce 2008 klesla jejich výše zhruba o 3 %, zatímco v roce 2009 lze vidět téměř 1 % nárůst. K rapidnímu poklesu tržeb došlo v roce 2010, kdy se tržby snížily o necelých 20 %. V dalším roce tento klesající vývoj tržeb pokračoval a tržby poklesly zhruba o dalších 9 %. Při srovnání prvního a posledního roku lze vidět celkový pokles tržeb téměř o 30 %, což může pro firmu značit velké problémy.

Přidaná hodnota

Tabulka 71: Vývoj přidané hodnoty v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Přidaná hodnota (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	1 484 526	1 522 184	1 659 716	1 545 355	1 335 455
Tempo růstu	-	2,54%	9,04%	-6,89%	-13,58%

V roce 2008, tedy po příchodu investora, přidaná hodnota i přes pokles tržeb mírně vzrostla, společnosti se v tomto roce podařilo snížit především své náklady na nakupované služby. V roce 2009 tento růst pokračoval, a společnosti se podařilo zvýšit svoji přidanou hodnotu o dalších 9,04 %. V posledních dvou letech však docházelo ke značnému poklesu přidané hodnoty, jejíž příčinou byl bezesporu také velký pokles tržeb v daných letech. Celkově tedy během působení investora došlo k poklesu přidané hodnoty o více než 10 %.

Aktiva netto

Tabulka 72: Vývoj aktiv netto v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Aktiva netto (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Absolutní hodnota	12 697 508	11 864 311	10 607 947	17 776 309	17 133 357
Tempo růstu	-	-6,56%	-10,59%	67,58%	-3,62%

U ukazatele aktiva netto lze až do roku 2009 vidět klesající vývoj. V roce 2008 klesla hodnota aktiv netto o 6,56 %. U dlouhodobého majetku byl tento pokles způsoben především jeho opotřebením a snížením oceňovacího rozdílu k nabytému majetku. V položce oběžných aktiv došlo ke snížení pohledávek z obchodních vztahů, ale naproti tomu ke zvýšení došlo na účtech v bankách, kde společnost v tomto roce evidovala téměř 750 mil. Kč. Rok 2009 byl taktéž ve znamení poklesu, oproti předchozímu roku se jeho hodnota snížila o 10,59 %. U dlouhodobého majetku se jednalo o pokles především vlivem jeho opotřebení. V položce oběžných aktiv došlo k největšímu snížení na účtech v bankách a u krátkodobých pohledávek. Vysoký nárůst aktiv netto byl zaznamenán v roce 2010, kdy došlo ke zvýšení hodnoty aktiv o 68 %. Tento nárůst měl za následek zvýšení hodnoty oceňovacího rozdílu k nabytému majetku a nákup podílů v ovládaných a řízených osobách. Rok 2011 byl znovu ve znamení mírného poklesu.

Výkonnost zaměstnance

Tabulka 73: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH očištěný	-362 533	-70 815	140 821	296 040	-325 161
PPSZ	761	606	583	410	371
Výkonnost zaměstnance	-476,39	-116,86	241,55	722,05	-876,44

Na základě průměrného přepočteného stavu zaměstnanců lze vidět, že firma přistoupila k značné restrukturalizaci a úspoře osobních nákladů, protože každým rokem snižovala svůj stav zaměstnanců. Od roku 2007 do roku 2011 snížila svůj počet zaměstnanců dokonce více než o polovinu. Samotná hodnota ukazatele se až do roku 2010 vyvíjela relativně dobře, kdy nejprve docházelo ke snižování jeho záporných hodnot a od roku 2009 vykazoval již hodnoty kladné. V roce 2010 činila výkonnost zaměstnance dokonce 722 tis. Kč, naproti tomu však v následujícím roce vlivem záporného

provozního výsledku hospodaření a nižšího počtu zaměstnanců došlo k poklesu až na -876 tis. Kč.

Obrat aktiv

Tabulka 74: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby	2 747 564	2 666 656	2 691 025	2 159 889	1 966 459
Aktiva netto	12 697 508	11 864 311	10 607 947	17 776 309	17 133 357
Obrat aktiv	0,22	0,22	0,25	0,12	0,11

Společnost dosahuje za sledované období velmi nízkého obratu aktiv. V letech 2007 a 2008 činil obrat aktiv 0,22. Nejvyšší hodnoty dosahoval tento ukazatel v roce 2009, kdy došlo k mírnému snížení hodnoty aktiv. V letech 2010 a 2011 klesla hodnota obratu aktiv dokonce až na 0,12 a 0,11. Z části jsou tyto nízké hodnoty dány jistě oborem podnikání a jeho vysokým kapitálovým požadavkům. Společnost je také matka a vykazuje vysoké hodnoty v položkách oceňovací rozdíly k nabytému majetku, jež mimo jiné také snižují obrátkovost celkových aktiv firmy. I přes to by měla společnost zvážit prodej nepotřebného majetku a pokusit se o zvýšení svých tržeb.

Celková zadluženost

Tabulka 75: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí zdroje	8 991 562	8 603 018	7 274 198	8 018 584	14 374 330
Aktiva celkem	12 697 508	11 864 311	10 607 947	17 776 309	17 133 357
Celková zadluženost	70,81%	72,51%	68,57%	45,11%	83,90%

Celková zadluženost společnosti vykazuje během sledovaného období značné výkyvy. Od roku 2007 do roku 2009 se celková zadluženost společnosti pohybovala kolem 70 %. K výraznému poklesu však došlo v roce 2010, kdy hodnota celkové zadluženosti klesla až na 45,11 %, příčinou bylo především zvýšení hodnoty aktiv celkem o více než 7 mld., k čemuž došlo především zvýšením oceňovacího rozdílu k nabytému majetku. V roce 2011 se hodnota zadluženosti rapidně zvýšila až na 83,9 %, příčinou byl nárůst cizích zdrojů, konkrétně se jednalo o čerpání dlouhodobých bankovních úvěrů v celkové výši více než 6 mld. Kč.

Běžná likvidita

Tabulka 76: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	1 172 180	1 269 770	781 098	769 275	888 899
krátkodobé CZ	735 697	582 287	470 278	5 126 661	5 730 675
Běžná likvidita	1,59	2,18	1,66	0,15	0,16

Ukazatel běžné likvidity vyjadřuje stav na konci účetního období, jeho hodnota tedy může být zkreslena. Po příchodu investora v roce 2008 se podařilo společnosti zvýšit svoji běžnou likviditu na 2,18. V dalších letech už ale docházelo naopak ke snižování běžné likvidity, kdy v roce 2009 díky poklesu oběžných aktiv klesla likvidita na 1,66, a v posledních dvou sledovaných letech se dostaly dokonce hodnoty běžné likvidity na velmi nízkou úroveň. V roce 2010 dosahovala běžná likvidita pouze hodnoty 0,15, je však třeba zmínit, že takto velký nárůst krátkodobých cizích zdrojů nastal díky přehodnocení závazků k ovládající a řídicí osobě z dlouhodobých na krátkodobé. V roce 2011 se hodnota běžné likvidity mírně zvýšila na 0,16.

Úrokové krytí

Tabulka 77: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku České Radiokomunikace a.s. (zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv)

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	-230 733	25 106	439 229	470 821	-363 096
nákladové úroky	594 063	588 152	400 744	293 327	787 618
Úrokové krytí	0,00	0,04	1,10	1,61	0,00

Ukazatel úrokového krytí vykazuje za sledované období velmi negativní hodnoty. Na základě výpočty dosahoval ukazatel v letech 2007 a 2011 nulových hodnot. Po vstupu investora v roce 2008 byla hodnota úrokového krytí pouze 0,04, což je velmi nízká hodnota. V roce 2009 došlo ke zlepšení na hodnotu 1,1 a v roce 2010 na 1,61, i přesto jsou tyto hodnoty velmi nízké.

Zhodnocení ekonomického vývoje společnosti a návrhy na opatření

Společnosti se za sledované období nedařilo dobře, tento vývoj nezvrátil ani příchod investora, který v roce 2011 ze společnosti dokonce vystoupil, a prodal svůj podíl se ztrátou jinému investorovi.

Od příchodu investora do roku 2011 dokonce klesly tržby ve společnosti o více než 30 % a došlo i k poklesu přidané hodnoty o více než 10 %. U ukazatele výkonnosti zaměstnance sice docházelo po vstupu investora nejprve ke zlepšení jeho hodnot, v roce 2011 se však jeho výše dostala na velmi negativních -876,44 tis. Kč.

U ukazatelů rentabilit nelze v letech 2007, 2008 a 2011 vlivem záporného výsledku hospodaření sledovat jejich vývoj. V letech 2009 a 2010, kdy výsledek hospodaření vykazoval kladné hodnoty, byly hodnoty vybraných rentabilit zanedbatelné, pouze na ukazatel ROS, který v roce 2010 činil 6,53 %.

U ukazatele aktiv netto lze po vstupu investora do společnosti až do roku 2009 sledovat nejprve jeho klesající vývoj. K vysokému nárůstu aktiv netto došlo v roce 2010, kdy se aktiva netto zvýšila o 68 %, což bylo způsobeno zvýšením hodnoty oceňovacího rozdílu k nabytému majetku a nákupem podílů v ovládaných a řízených osobách. V roce 2011 došlo znovu k poklesu aktiv netto. Pravděpodobně díky oboru podnikání a jeho vysoké kapitálové náročnosti vykazuje společnost velmi nízkého obratu aktiv, který v letech 2007 a 2008 činil pouze 0,22, a v roce 2009 mírně stoupl na 0,25. Vlivem výše zmíněných nákupů činila hodnota obratu aktiv v letech 2010 a 2011 pouze 0,12 a 0,11.

Velkou nestabilitu vykazuje ukazatel celkové zadluženosti, který se s příchodem investora v roce 2008 mírně zvýšil, v následujícím roce pak došlo k mírnému poklesu. K velkému poklesu celkové zadluženosti došlo v roce 2010, kdy její hodnota klesla až na 45,11 %. V roce 2011 došlo naopak k rapidnímu zvýšení celkové zadluženosti až na 83,9 %, především díky tomu, že společnost začala čerpat bankovní úvěr v celkové výši více než 6 mld. Kč. Společnost disponuje taktéž nízkou běžnou likviditou, které se v roce 2008 s příchodem investora mírně zvýšila, od roku 2009 pak docházelo k jejímu poklesu, a v roce 2011 běžná likvidita společnosti činila pouze 0,16. Společnost za celé sledované období vykazuje taktéž nulovou nebo velmi nízkou hodnotu úrokového krytí. Společnost by měla zvážit prodej nepotřebného majetku, čímž by mohla zvýšit svůj obrat aktiv a pokusit se o zvýšení svých tržeb a ustálení své finanční situace. Stejně tak by se měla zaměřit na řízení své likvidity, tak aby byla schopna splácet své závazky.

4 Výsledné zhodnocení ekonomického vývoje

V této kapitole bude porovnán vývoj ukazatelů vstupujících do výzkumného záměru. Budou sledovány případné společné znaky vývoje ukazatelů v jednotlivých podnicích a navrženy způsoby možného zlepšení v podnicích.

4.1 Vývoj ukazatele ROA

Z grafu 1 lze vidět vývoj ukazatele ROA ve všech sledovaných podnicích. U společností Ataxo Czech s.r.o. a Geewa s.r.o. nelze vývoj ukazatele ROA z důvodu ztráty ve všech sledovaných letech posoudit, hodnota tohoto ukazatele je v těchto podnicích za celé sledované období nulová.

K poklesu ukazatele ROA v prvním roce působení investora došlo u společností Internet Mall a.s., Kofola a.s. a Papcel a.s. K nárůstu hodnoty u ukazatele ROA došlo v roce vstupu investora, tj. v roce 2008, pouze u společnosti Invia CZ, a.s. U společnosti České Radiokomunikace a.s. byla v letech 2007, 2008 a 2011 vykazována nulová hodnota ukazatele ROA, ani v letech 2009 a 2010 však nebyla hodnota tohoto ukazatele příznivá, a nepřesáhla v tomto období ani 1 %.

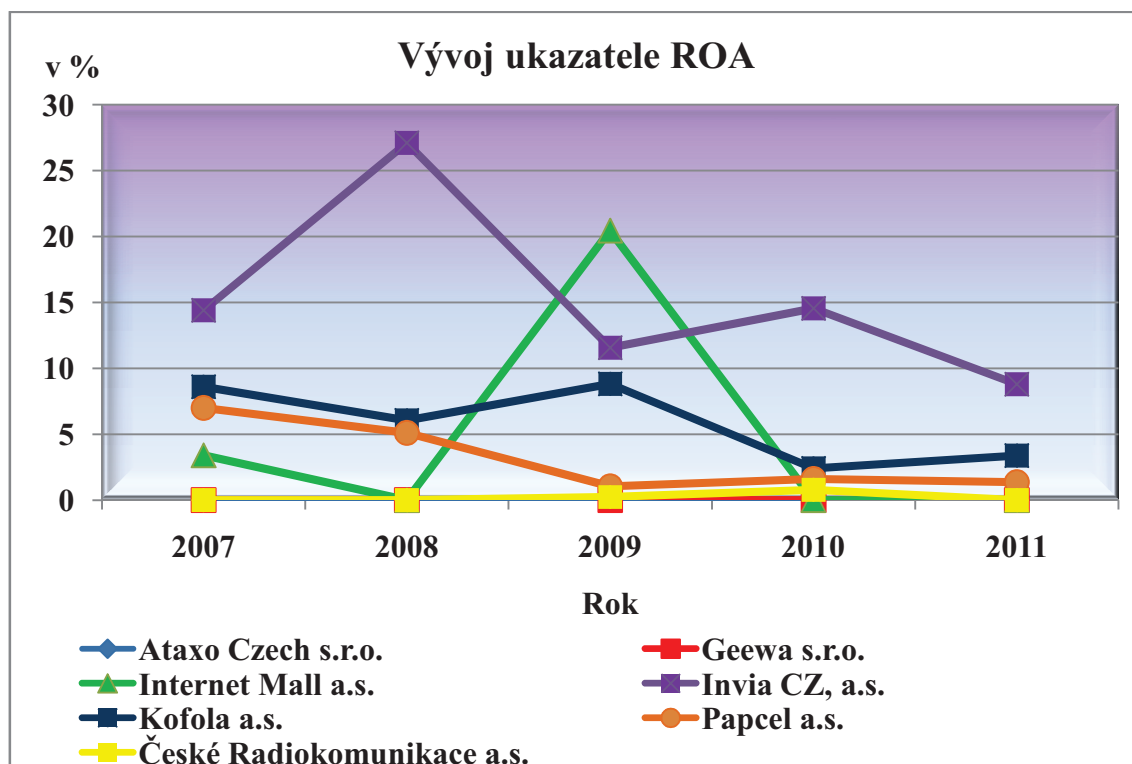
U společnosti Internet Mall a.s. došlo v roce 2009 ke výraznému nárůstu ukazatele ROA z nuly až na 20,44 %, tento nárůst byl však způsoben příležitostným prodejem cenných papírů a podílů, který nárazově zvýšil výsledek hospodaření. Ve zbylých dvou sledovaných letech byla rentabilita aktiv znovu nulová, a působení investora ve společnosti tudíž nevedlo ke zlepšení hodnot tohoto ukazatele.

Společnost Kofola a.s. v druhém roce působení investora, tj. v roce 2009, dosáhla vyšší hodnoty ukazatele ROA než v roce 2007, tedy před vstupem investora, v roce 2010 došlo naopak k velkému snížení jeho hodnoty především díky nižšímu výsledku hospodaření a v roce 2011 se jeho hodnota znovu mírně zvýšila. Kromě roku 2009 nedošlo ve společnosti Kofola a.s. k pozitivnímu vývoji z hlediska ukazatele ROA během působení investora.

Společnost Papcel a.s. byla v letech 2008 a 2009 silně zasažena hospodářskou krizí, která způsobila pokles jejích zakázek, čímž došlo k velkému poklesu hospodářského výsledku a tím pádem i hodnoty ukazatele ROA. Mírný nárůst byl pak sledován v roce 2010, a v roce 2011 došlo znovu k mírnému poklesu. Z pohledu ukazatele ROA nedošlo během působení investora ve společnosti Papcel a.s. k pozitivnímu vývoji.

Ve společnosti Invia CZ, a.s. došlo v roce 2009 naopak k silnému poklesu hodnoty ukazatele ROA, který byl zapříčiněn vysokým nárůstem hodnoty aktiv a nižším výsledkem hospodaření. Rok 2010 byl ve znamení mírného nárůstu hodnoty ukazatele ROA a naopak v roce 2011 došlo znovu k jeho poklesu. Velký vliv na ukazatel ROA ve společnosti Invia CZ, a.s. měly především vysoké investice v položce aktiv, které snižovaly jejich výnosnost.

Graf 1: Vývoj ukazatele ROA v zadaných podnicích (zdroj: vlastní zpracování)



Vývoj ukazatele ROA nevykazoval u sledovaných podniků stabilní vývoj, u všech podniků docházelo ke značnému kolísání hodnoty tohoto ukazatele a během působení investora v podnicích docházelo spíše k absolutnímu snižování jeho hodnoty, než tomu bylo v době před jeho vstupem.

Vliv na rentabilitu aktiv má kromě výsledku hospodaření také hodnota aktiv. Během působení investora ve společnosti jsou často do těchto aktiv investovány vysoké částky, které pak ve výsledné fázi snižují výnosnost těchto aktiv. Zvýšení hodnoty ukazatele ROA lze tedy dosáhnout zvýšením hospodářského výsledku společnosti, či snížením hodnoty aktiv, například prodejem nepotřebných aktiv společnosti.

4.2 Vývoj ukazatele ROE

Graf č. 2 vystihuje vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu v jednotlivých podnicích. U společností Ataxo Czech s.r.o. a Geewa s.r.o. nelze vývoj ukazatele ROE vzhledem k zápornému výsledku hospodaření ve všech sledovaných letech sledovat.

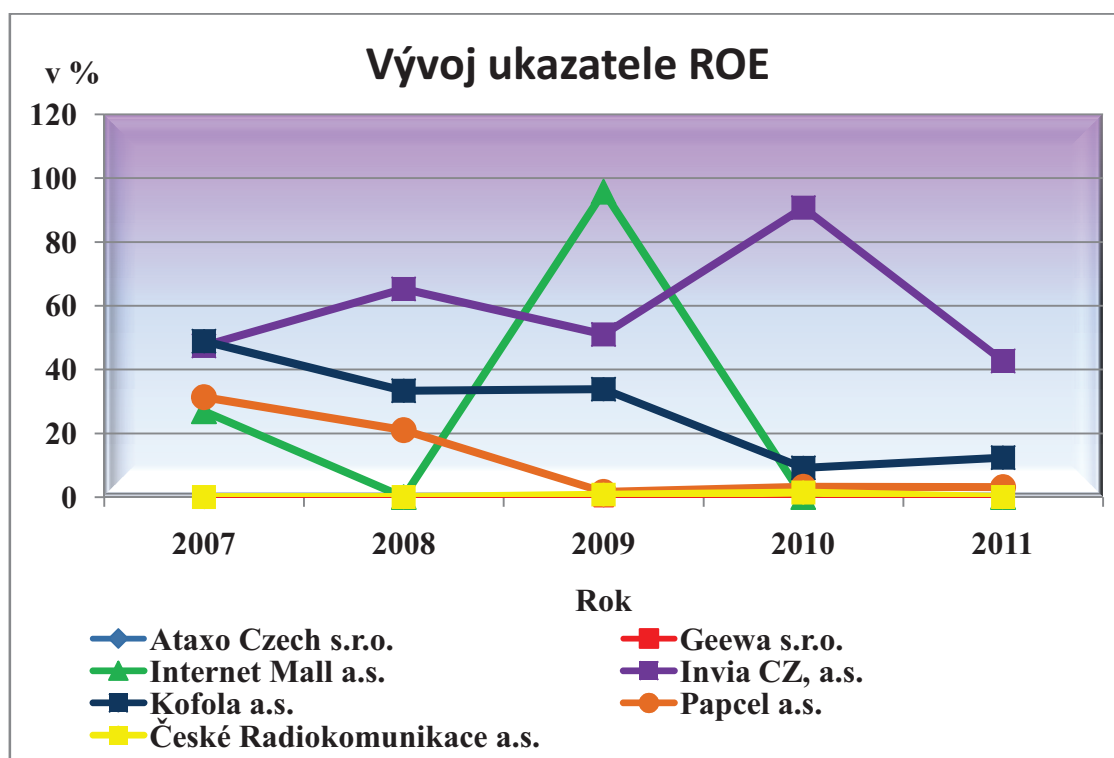
Po příchodu investora v roce 2008 klesla hodnota rentability vlastního kapitálu u společností Internet Mall a.s., Kofola a.s. a Papcel a.s. Společnost České Radiokomunikace a.s. dosahovala kladných hodnot ukazatele ROE pouze v letech 2009 a 2010, kdy hodnoty rentability vlastního kapitálu činily 0,76 % a 1,45 %. Tyto hodnoty jsou považovány za velmi nízké.

U společnosti Internet Mall a.s. lze vidět v roce 2009 rapidní skok hodnoty ukazatele ROE z nuly až na 95,76 %, což bylo způsobeno nárazovým prodejem cenných papírů a podílů, které zvýšily výsledek hospodaření společnosti, stejně tak došlo i k vysokému navýšení hodnoty vlastního kapitálu. V dalších letech byla hodnota ROE znovu nulová, proto nelze z hlediska ukazatele ROE hodnotit vstup investora do společnosti jako přínosný.

U společnosti Kofola a.s. se v roce 2009 nepatrně zvýšila hodnota ukazatele ROE, v následujícím roce však došlo k jejímu velkému poklesu, který byl způsoben především propadem výsledku hospodaření. Naopak společnost Papcel a.s. zaznamenala v roce 2009 výrazný pokles hodnoty ROE, který byl zapříčiněn výrazným zvýšením hodnoty vlastního kapitálu, jednalo se především o navýšení základního kapitálu. Vysoké navýšení vlastního kapitálu bylo během působení investora sledováno také u společnosti Kofola a.s.

K nárůstu ukazatele ROE po příchodu investora, tj. v roce 2008, došlo pouze u společnosti Invia CZ, a.s. Tohoto nárůstu hodnoty ROE bylo dosaženo díky vysokému výsledku hospodaření v tomto roce. Rok 2009 byl pro společnost již ve znamení poklesu. Naopak v roce 2010 se výše rentability vlastního kapitálu vyšplhala až na 90,77 %, což bylo zapříčiněno vyšším výsledkem hospodaření a vysokým poklesem vlastního kapitálu. V roce 2011 došlo ve společnosti k navýšení vlastního kapitálu, čímž hodnota ROE rapidně klesla. Přesto lze u společnosti Invia CZ, a.s. klasifikovat hodnotu ukazatele jako velmi dobrou.

Graf 2: Vývoj ukazatele ROE v zadaných podnicích (zdroj: vlastní zpracování)



Vývoj ukazatele ROE u všech sledovaných společností značně kolísá a v průběhu působení investora ve společnostech lze sledovat jeho absolutní pokles, tedy v roce 2011 byla hodnota ukazatele ROE u všech společností nižší než před jeho vstupem v roce 2007. Důvodem tohoto absolutního poklesu je ve většině případů navýšení vlastního kapitálu, mnohdy spojeného právě s příchodem investora do společnosti, který často realizuje vklad do vlastního kapitálu společnosti, či přímo navyšuje její základní kapitál.

Zvýšení rentability vlastního kapitálu lze dosáhnout zvýšením hodnoty výsledku hospodaření, ke kterému by vedlo zvýšení tržeb a minimalizace nákladů, nebo také snížením hodnoty vlastního kapitálu. Pro zvýšení hodnoty ukazatele ROE lze využít tzv. pákového efektu, kdy podnik využívá menšího objemu vlastního kapitálu a většího objemu cizího kapitálu, takováto struktura zdrojů však sebou nese také větší riziko.

4.3 Vývoj ukazatele tržeb

Po vstupu investora v roce 2008 došlo u čtyř ze sedmi společností k poklesu tržeb, konkrétně se jednalo o společnosti Geewa s.r.o., Internet Mall a.s., Papcel a.s. a České Radiokomunikace a.s. Naopak okamžitý nárůst tržeb se vstupem investora zaznamenaly

společnosti Ataxo Czech s.r.o., Invia CZ, a.s. a nepatrný nárůst tržeb v roce 2008 byl sledován také u společnosti Kofola a.s., avšak u této společnosti docházelo od roku 2009 k postupnému poklesu tržeb.

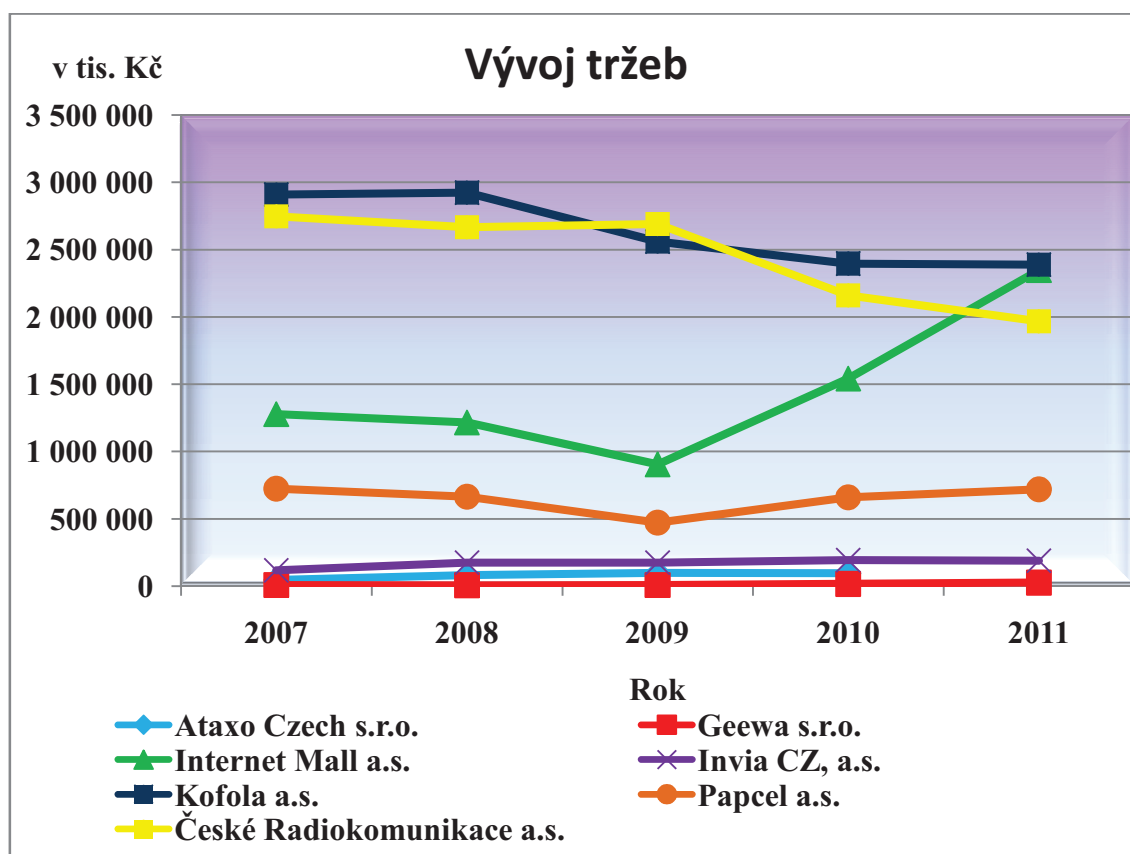
V druhém roce působení investora, tj. v roce 2009, pokračoval pokles tržeb u společností Internet Mall a.s. a Papcel a.s., nutno podotknout, že s vysokou pravděpodobností mohlo na tyto společnosti dolehnout působení hospodářské krize. V letech 2010 a 2011 zaznamenaly tyto společnosti již vysoký nárůst tržeb, což mohlo být právě přínosem působení investora v těchto společnostech.

Od roku 2009 se pozitivně projevilo působení investora ve společnosti Geewa s.r.o., a od tohoto roku tržby společnosti skokově rostly. Naopak pozitivní vliv investora nelze vysledovat u společnosti České Radiokomunikace a.s., ve které sice v roce 2009 došlo k nepatrnému nárůstu tržeb, v dalších letech však pokračoval jejich výrazný pokles.

Ve společnosti Ataxo Czech s.r.o. pokračoval vysoký nárůst tržeb i v roce 2009, v dalším roce však již došlo k mírnému poklesu, i přesto lze vývoj z hlediska tržeb hodnotit během působení investora ve společnosti jako pozitivní. Stejně tak lze pozitivně hodnotit i vývoj během působení investora ve společnosti Invia CZ, a.s., kdy sice v letech 2009 a 2011 docházelo k mírnému poklesu tržeb, ve srovnání s jejich absolutním nárůstem od roku 2007 byl však tento pokles minimální.

U většiny společností lze z hlediska vlivu na ukazatel tržeb hodnotit jeho vývoj během působení investora jako pozitivní. Ve společnostech docházelo občas k mírným poklesům tržeb, avšak jejich absolutní nárůst od vstupu investora byl většinou velmi vysoký. Absolutní pokles tržeb byl zaznamenán u tří společností, konkrétně se jednalo o společnost Kofola a.s., Papcel a.s. a České Radiokomunikace a.s., přičemž u společnosti Papcel a.s. se jednalo především o negativní působení hospodářské krize na společnost.

Graf 3: Vývoj ukazatele tržeb (zdroj: vlastní zpracování)



Pro většinu podniků byl vstup investora do společnosti z hlediska zvýšení tržeb pozitivním krokem. Tržby společnosti lze dále zvýšit jistě mnoha způsoby, významnou roli hraje například posílení marketingových strategií společnosti, vhodný výběr distribučních cest, rozšíření portfolia nabízených výrobků a služeb a především udržení a zvýšení konkurenční výhody.

4.4 Vývoj ukazatele aktiva netto

Během doby působení investora došlo u většiny podniků k absolutnímu nárůstu aktiv netto, často byl tento nárůst několikanásobný oproti hodnotě aktiv před vstupem investora. Absolutní pokles aktiv netto během působení investora lze sledovat pouze u společností Ataxo Czech s.r.o. a Geewa s.r.o., vzhledem k jejich předmětu podnikání se však jedná o kapitálově méně náročné společnosti.

Výrazný nárůst aktiv netto proběhl za sledované období u společnosti Internet Mall a.s., u níž se jednalo jak o investice do dlouhodobého majetku, tak i o zvyšování hodnoty

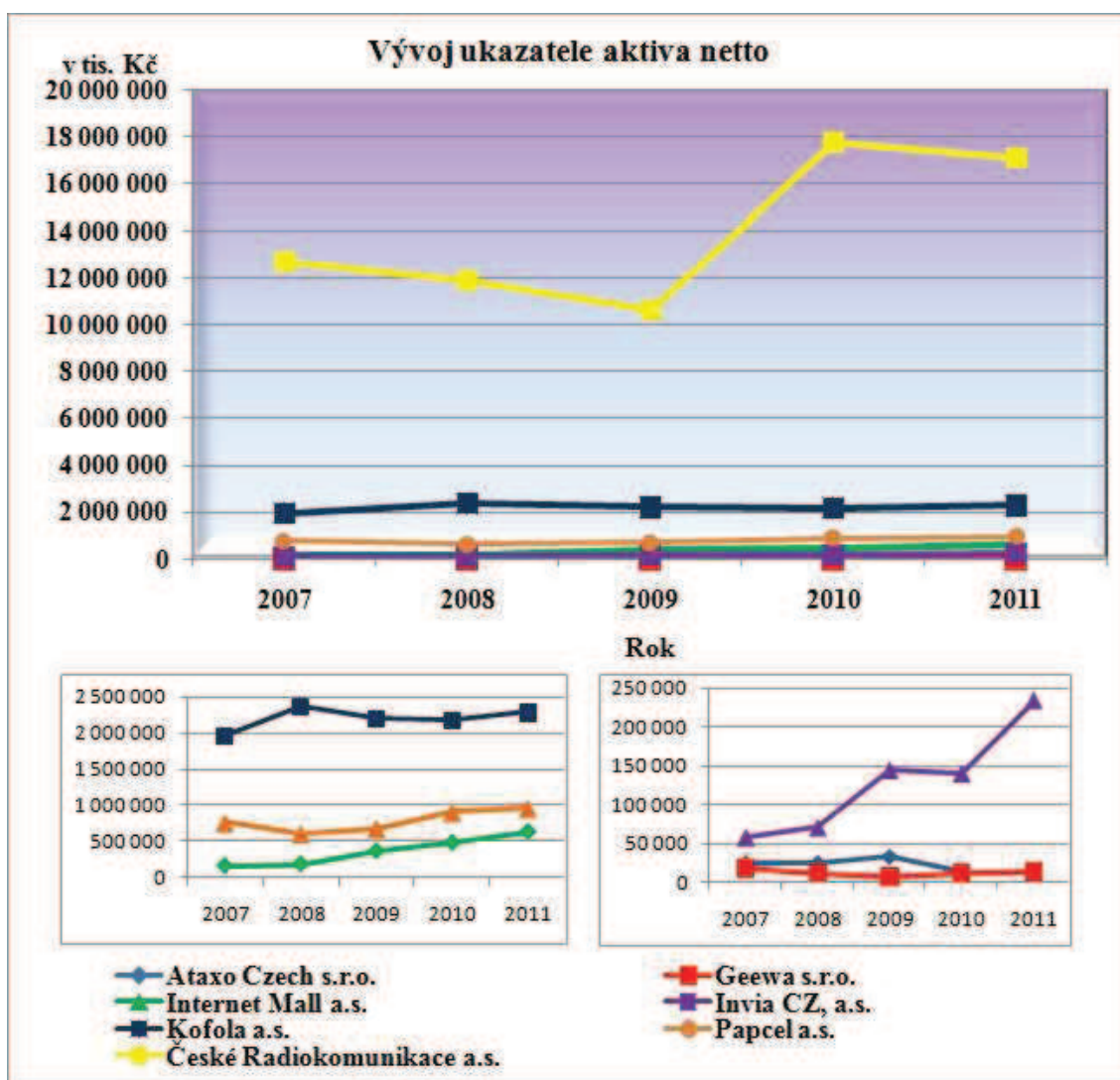
zásob zboží na skladě, což umožnilo značnou expanzi společnosti, a z hlediska aktiv netto lze vstup investora do společnosti hodnotit jako velmi přínosný.

Pozitivní vývoj během působení investora z hlediska ukazatele aktiva netto lze identifikovat i u společnosti Invia CZ, a.s., u které vyjma roku 2010 docházelo ve všech letech ke značnému zvyšování hodnoty ukazatele aktiva netto, pouze v roce 2010 došlo k mírnému snížení především vlivem odpisů. Společnost za přispění investora plnila své plány na konsolidaci trhu s online cestováním ve střední Evropě a koupila podíly ve společnostech NetTravel.cz a Travelata.ru, čímž došlo k rapidnímu nárůstu jejích aktiv netto. Ke koupi podílů v jiných společnostech došlo také u společností Kofola a.s., Papcel a.s. a České Radiokomunikace a.s., právě koupi podílů je často výrazně zvyšována hodnota aktiv netto.

Společnost Kofola a.s. se potýkala se snižováním hodnoty aktiv netto pouze v letech 2009 a 2010, k čemuž došlo především vlivem odpisů a snížením hodnoty zásob a krátkodobých pohledávek, v ostatních letech působení investora společnost investovala do svého dlouhodobého majetku. U společnosti Papcel a.s. došlo ke snížení hodnoty aktiv netto pouze v roce 2009 především vlivem snížení hodnoty oběžných aktiv, v ostatních letech již docházelo ke zvyšování hodnoty aktiv netto.

U společnosti České Radiokomunikace a.s. došlo v roce 2010 k rapidnímu nárůstu aktiv netto, v ostatních letech působení investora ve společnosti její aktiva netto klesala.

Graf 4: Vývoj ukazatele aktiva netto (zdroj: vlastní zpracování)



Důležitým ukazatelem vyjadřující ekonomický vývoj podniků je bezesporu ukazatel aktiva netto, protože zachovat si konkurenční výhodu může jenom ten podnik, který bude neustále inovovat a investovat do svého majetku, prostřednictvím kterého pak vykonává svoji činnost.

Podnik by však neměl neuváženě zvyšovat hodnotu svých aktiv, ale měl by také kontrolovat efektivnost využívání svých aktiv, kterou může zvýšit například prodejem nepotřebného majetku. Kromě obnovovacích investic mohou být velmi přínosné i koupele podílů v jiných společnostech, k čemuž často ve sledovaných společnostech docházelo.

Závěr

Financování podniků prostřednictvím venture kapitálu bezesporu ovlivňuje jejich ekonomický vývoj, což dokazuje i analýza vybraných ukazatelů finanční analýzy provedená na jednotlivých podnicích. Vzhledem k dostupnosti dat bylo působení investora v podnicích sledováno po čtyři roky, tedy od roku 2008 po rok 2011, přičemž byl uskutečněn pouze jediný výstup investora, a to právě v roce 2011 u společnosti České Radiokomunikace a.s. Vývoj během působení investora ve společnosti České Radiokomunikace a.s. se neprojevil pozitivně, a investor uskutečnil exit ze společnosti se ztrátou.

Negativní vývoj se projevil během působení investora na hodnotě rentability aktiv ve všech zadaných společnostech, kdy došlo během působení investora k absolutnímu poklesu rentability aktiv. U většiny sledovaných podniků došlo k poklesu rentability aktiv právě vlivem značného navyšování hodnoty samotných aktiv netto, jejichž hodnota rostla rychleji než hodnota výsledku hospodaření. U společností Ataxo Czech s.r.o. a Geewa s.r.o. nebyl vývoj rentability aktiv vzhledem k jejich ztrátě ve všech letech sledován vůbec.

Velká fluktuace hodnot byla sledována taktéž u ukazatele rentability vlastního kapitálu, jehož hodnota je závislá na výsledku hospodaření a na výši vlastního kapitálu. Stejně jako u rentability aktiv byl i u rentability vlastního kapitálu během doby působení investora ve společnostech sledován absolutní pokles tohoto ukazatele. U většiny sledovaných společností bylo hlavním důvodem poklesu rentability vlastního kapitálu právě zvýšení hodnoty vlastního kapitálu, často spojené se vstupem investora do společnosti. Společnosti Internet Mall a.s. a Invia CZ, a.s. vykazovaly během sledovaného období taktéž velmi vysoké hodnoty rentability vlastního kapitálu, jednalo se však pouze o nárazové výsledky. Stejně jako u rentability aktiv nebyl sledován vývoj rentability vlastního kapitálu u společností Ataxo Czech s.r.o. a Geewa s.r.o. v důsledku jejich ztráty ve všech sledovaných letech.

U většiny sledovaných společností se během působení investora pozitivně vyvíjely jejich tržby, u kterých docházelo ke zvyšování jejich hodnoty. U některých společností v průběhu sledovaného období docházelo i k mírným poklesům tržeb, od roku 2007 do roku 2011 byl však sledován jejich absolutní nárůst. Často se změna tržeb projevovala u sledovaných společností výrazným nárůstem. Vliv na výši tržeb mohla mít především v letech 2008 a 2009 také probíhající hospodářská krize, která silně zasáhla například podnik Papcel a.s. Kromě této společnosti došlo k absolutnímu snížení tržeb během působení investora taktéž ve společnostech Kofola a.s. a České Radiokomunikace a.s.

K výrazným změnám během působení investora došlo u ukazatele aktiva netto, u kterého lze sledovat u většiny společností vysoký nárůst jeho hodnoty. Pouze u společností Ataxo Czech s.r.o. a Geewa s.r.o. došlo od vstupu investora k absolutnímu poklesu tohoto ukazatele, je však třeba zmínit, že se u těchto společností nejedná o kapitálově náročné předměty podnikání, tudíž tyto společnosti nerealizují vysoké investice do svého dlouhodobého majetku. V zadaných společnostech docházelo často kromě investic do dlouhodobého hmotného majetku, či do zvyšování objemu zásob, taktéž k nákupu podílů v jiných společnostech, což může být pro společnosti velkým přínosem.

Vstup venture kapitálového investora může ovlivnit každý podnik jinak, velmi totiž záleží na individuálním přístupu obou zainteresovaných stran a podnikatelském potenciálu, mimo jiné také na interních a externích vlivech působících na podnik. U většiny sledovaných podniků lze hodnotit vstup investora a jeho působení v podniku jako pozitivní krok, důležitý pro jeho další expanzi. U společností však mohlo dojít mimo jiné k ovlivnění výsledků působením hospodářské krize, pro zjištění skutečného vlivu investora na podnik by bylo třeba sledovat u všech společností delší časový horizont, tedy až do doby výstupu investora ze společnosti a ideálně ještě několik let po něm.

Seznam použitých zdrojů

Aktuelles Portfolio. In: *EK Fin* [online]. [cit. 2013-05-12]. Dostupné z: <http://www.ekfin.at/sites/beteiligungen.htm>.

CVCA. *Příručka k investování soukromého a venture kapitálu*. [online]. [cit. 2012-12-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/data/files/prirucka-cvca-277.pdf>.

Czech Private Equity and Venture Capital Association. [online]. [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/>.

DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 1998, 169 s. ISBN 80-859-4374-3.

EVCA. Central and Eastern Europe Statistics 2011 [online]. [cit. 2012-01-20]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/CEE%202011.pdf>.

EVCA. Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buyin in Europe. *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buyin in Europe.*, Brussels: EVCA, Vol. Research paper, I.

Enterprise Investors získal 42,45%-ný podiel v spoločnosti Kofola-Hoop v rekordne veľkej verejnej ponuke na Varšavskej burze. In: *Enterprise Investors* [online]. 2008 [cit. 2013-05-12]. Dostupné z: <http://www.ei.com.pl/cz/novinky/archiv/enterprise-investors-z-skal-42-45-n-podiel-v-spolo-nosti-kofola-hoop-v-rekordne-ve-kej-verejnej-ponuke-na-var-avskej-burze>.

Fondy MCI kupují online cestovní agenturu INVIA.CZ. In: *Invia.cz* [online]. 2008 [cit. 2013-05-10]. Dostupné z: <http://www.invia.cz/o-invia/press/tiskove-zpravy/711-fondy-mci-kupuji-online-cestovni-agenturu-inviacz/>.

HERGESELL, Ondřej. Garvest se stal minoritním akcionářem Ataxa. In: *Ataxo* [online]. 2008 [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.ataxo.com/cz/novinky-a-tisk/napsali-o-nas/article/garvest-se-stal-minoritnim-akcionarem-ataxa-21>.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, xxxviii, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.318.

MCI investuje do komunitní herní služby – společnosti Geewa. In: *Lupa.cz* [online]. 2007 [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/tiskove-zpravy/mci-investuje-do-komunitni-herni-sluzby-spolecnosti-geewa/>.

Mid Europa Completes Sale Of Ceske Radiokomunikace. In: *Mid Europa* [online]. 2011 [cit. 2013-05-12]. Dostupné z: <http://www.mideuropa.com/media/news/2011/mid-europa-completes-sale-of-ceske-radiokomunikace/>.

NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

POLEDNÁKOVÁ, Anna a kol. *Vplyv finančných trhov na finančné riadenie podnikov pôsobiacich v SR a ČR v kontexte súčasných globálnych procesov*. Vyd. 1. Bratislava: Ekonóm, 2011, 175 s. ISBN 978-80-225-3252-5.

Přidaná hodnota. In: *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2013-03-29]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/iSMS/ukazdet.jsp?&fid=894>.

RAJCHLOVÁ, J.; FEDOROVÁ, A. *Financování českých podniků rizikovým kapitálem a vývoj výkonnosti jejich zaměstnanců. TRENDY EKONOMIKY A MANAGEMENTU*, 2013, roč. VII, č. 14, s. xx. ISSN: 1802- 8527. V tisku.

RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky*. Disertační práce. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 158 s. Vedoucí disertační práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

RAJCHLOVÁ, J.; ZINECKER, M.; BROŽ, Z. *Due Diligence Process in the Context of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic*. Econ... Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 2012, vol. 2012, no. 1, p. 15-23. ISSN: 1803- 3865.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 142 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-1835-4.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Grada, c2011, 143 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: ComputerPress, 2001, 220 s. ISBN 80-722-6562-8.

SCHEFCYK, M. *Finanzieren mit venture capital und privateequity*. Berlin: Schaffer, Poeschel, 2006. 287 s. ISBN 978-3-7910-2507-0.

Společnost Internet Mall získala kapitál ve výši 700 milionů korun. In: *Mall.cz* [online]. 2008 [cit. 2013-05-09]. Dostupné z: <http://www.mall.cz/tiskova-zprava-08-05->.

SYNEK, M., KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Podniková ekonomika*. 5. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, 498 s. ISBN 978-80-7400-336-3.

SYNEK, M.; KOPKÁNĚ, H.; KUBÁLKOVÁ, M. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2009. 301 s. ISBN 978-80-7400-154-3.

Venture kapitál. *Czechinvest: Agentura pro podporu podnikání a investic* [online]. [cit. 2013-01-21]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/venture-kapital>.

Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.

WÖHE, G., KISLINGEROVÁ, E. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, xxix, 928 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7179-897-2.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. *Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje*. *Acta academica karviniensia*, 2010, roč. 2010, č. 2, s. 30-42. ISSN: 1212- 415X.

Seznam použitých zkratk

CEE	Central and Eastern Europe
CVCA	Czech Private Equity & Venture Capital Assotiation
EAT	Earnings after taxes
EBIT	Earnings before interest and taxes
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Assotiation
IPO	Initial public offering
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb

Seznam obrázků

Obrázek 1: Investiční proces.....	29
-----------------------------------	----

Seznam tabulek

Tabulka 1: Vývoj ukazatele ROA v podniku Ataxo Czech s.r.o.....	42
Tabulka 2: Vývoj ukazatele ROE v podniku Ataxo Czech s.r.o.	42
Tabulka 3: Vývoj ukazatele ROS v podniku Ataxo Czech s.r.o.....	43
Tabulka 4: Vývoj tržeb v podniku Ataxo Czech s.r.o.	43
Tabulka 5: Vývoj přidané hodnoty v podniku Ataxo Czech s.r.o.	43
Tabulka 6: Vývoj aktiv netto v podniku Ataxo Czech s.r.o.	44
Tabulka 7: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Ataxo Czech s.r.o.	44
Tabulka 8: Vývoj ukazatele obrátu aktiv v podniku Ataxo Czech s.r.o.	45
Tabulka 9: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Ataxo Czech s.r.o.	45
Tabulka 10: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Ataxo Czech s.r.o.	46
Tabulka 11: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Ataxo Czech s.r.o.....	46
Tabulka 12: Vývoj ukazatele ROA v podniku Geewa s.r.o.....	48
Tabulka 13: Vývoj ukazatele ROE v podniku Geewa s.r.o.	48
Tabulka 14: Vývoj ukazatele ROS v podniku Geewa s.r.o.	49
Tabulka 15: Vývoj tržeb v podniku Geewa s.r.o.	49
Tabulka 16: Vývoj přidané hodnoty v podniku Geewa s.r.o.	49
Tabulka 17: Vývoj aktiv netto v podniku Geewa s.r.o.	50
Tabulka 18: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Geewa s.r.o.....	50
Tabulka 19: Vývoj ukazatele obrátu aktiv v podniku Geewa s.r.o.....	50
Tabulka 20: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Geewa s.r.o.....	51
Tabulka 21: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Geewa s.r.o.	51
Tabulka 22: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Geewa s.r.o.	52
Tabulka 23: Vývoj ROA v podniku Internet Mall a.s.	54
Tabulka 24: Vývoj ROE v podniku Internet Mall a.s.....	54
Tabulka 25: Vývoj ROS v podniku Internet Mall a.s.	55
Tabulka 26: Vývoj tržeb v podniku Internet Mall a.s.....	55
Tabulka 27: Vývoj přidané hodnoty v podniku Internet Mall a.s.....	56
Tabulka 28: Vývoj aktiv netto v podniku Internet Mall a.s.....	56
Tabulka 29: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Internet Mall a.s.	56
Tabulka 30: Vývoj ukazatele obrátu aktiv v podniku Internet Mall a.s.	57
Tabulka 31: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Internet Mall a.s.	57

Tabulka 32: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Internet Mall a.s.....	58
Tabulka 33: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Internet Mall a.s.	58
Tabulka 34: Vývoj ROA v podniku Invia CZ a.s.	60
Tabulka 35: Vývoj ROE v podniku Invia CZ a.s.	60
Tabulka 36: Vývoj ROS v podniku Invia CZ a.s.....	61
Tabulka 37: Vývoj tržeb podniku Invia CZ a.s.	61
Tabulka 38: Vývoj přidané hodnoty v podniku Invia CZ a.s.	61
Tabulka 39: Vývoj aktiv netto v podniku Invia CZ a.s.	62
Tabulka 40: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Invia CZ a.s.	62
Tabulka 41: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Invia CZ a.s.	63
Tabulka 42: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Invia CZ a.s.....	63
Tabulka 43: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Invia CZ a.s.	64
Tabulka 44: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Invia CZ a.s.....	64
Tabulka 45: Vývoj ukazatele ROA v podniku Kofola a.s.	66
Tabulka 46: Vývoj ukazatele ROE v podniku Kofola a.s.....	67
Tabulka 47: Vývoj ukazatele ROS v podniku Kofola a.s.....	67
Tabulka 48: Vývoj tržeb v podniku Kofola a.s.....	67
Tabulka 49: Vývoj přidané hodnoty v podniku Kofola a.s.....	68
Tabulka 50: Vývoj aktiv netto v podniku Kofola a.s.....	68
Tabulka 51: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Kofola a.s.	69
Tabulka 52: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Kofola a.s.	69
Tabulka 53: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti.....	70
Tabulka 54: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Kofola a.s.....	70
Tabulka 55: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Kofola a.s.	70
Tabulka 56: Vývoj ukazatele ROA v podniku Papcel a.s.....	73
Tabulka 57: Vývoj ukazatele ROE v podniku Papcel a.s.	73
Tabulka 58: Vývoj ukazatele ROS v podniku Papcel a.s.	74
Tabulka 59: Vývoj tržeb v podniku Papcel a.s.	74
Tabulka 60: Vývoj přidané hodnoty v podniku Papcel a.s.	74
Tabulka 61: Vývoj aktiv netto v podniku Papcel a.s.	75
Tabulka 62: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku Papcel a.s.....	75
Tabulka 63: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku Papcel a.s.....	76

Tabulka 64: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku Papcel a.s.....	76
Tabulka 65: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku Papcel a.s.	77
Tabulka 66: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku Papcel a.s.	77
Tabulka 67: Vývoj ukazatele ROA v podniku České Radiokomunikace a.s.	80
Tabulka 68: Vývoj ukazatele ROE v podniku České Radiokomunikace a.s.....	80
Tabulka 69: Vývoj ukazatele ROS v podniku České Radiokomunikace a.s.	80
Tabulka 70: Vývoj tržeb v podniku České Radiokomunikace a.s.....	81
Tabulka 71: Vývoj přidané hodnoty v podniku České Radiokomunikace a.s.....	81
Tabulka 72: Vývoj aktiv netto v podniku České Radiokomunikace a.s.	82
Tabulka 73: Vývoj ukazatele výkonnosti zaměstnance v podniku České Radiokomunikace a.s.	82
Tabulka 74: Vývoj ukazatele obratu aktiv v podniku České Radiokomunikace a.s.....	83
Tabulka 75: Vývoj ukazatele celkové zadluženosti v podniku České Radiokomunikace a.s.	83
Tabulka 76: Vývoj ukazatele běžné likvidity v podniku České Radiokomunikace a.s..	84
Tabulka 77: Vývoj ukazatele úrokového krytí v podniku České Radiokomunikace a.s.	84

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj ukazatele ROA v zadaných podnicích.....	87
Graf 2: Vývoj ukazatele ROE v zadaných podnicích.....	89
Graf 3: Vývoj ukazatele tržeb.....	91
Graf 4: Vývoj ukazatele aktiva netto	93

Seznam příloh

- Příloha č.1: Účetní závěrka společnosti Ataxo Czech s.r.o. za rok 2007
- Příloha č.2: Účetní závěrka společnosti Ataxo Czech s.r.o. za rok 2008
- Příloha č.3: Účetní závěrka společnosti Ataxo Czech s.r.o. za rok 2009
- Příloha č.4: Účetní závěrka společnosti Ataxo Czech s.r.o. za rok 2010
- Příloha č.5: Rozvaha společnosti Geewa s.r.o. za rok 2008
- Příloha č.6: Rozvaha společnosti Geewa s.r.o. za rok 2009
- Příloha č.7: Rozvaha společnosti Geewa s.r.o. za rok 2010
- Příloha č.8: Výkaz zisku a ztráty společnosti Geewa s.r.o. za rok 2008
- Příloha č.9: Výkaz zisku a ztráty společnosti Geewa s.r.o. za rok 2009
- Příloha č.10: Výkaz zisku a ztráty společnosti Geewa s.r.o. za rok 2010
- Příloha č.11: Příloha k účetní závěrce společnosti Geewa s.r.o. za rok 2008
- Příloha č.12: Příloha k účetní závěrce společnosti Geewa s.r.o. za rok 2009
- Příloha č.13: Příloha k účetní závěrce společnosti Geewa s.r.o. za rok 2010
- Příloha č.14: Účetní závěrka společnosti Geewa s.r.o. za rok 2011
- Příloha č.15: Účetní závěrka společnosti Internet Mall a.s. za rok 2007
- Příloha č.16: Účetní závěrka společnosti Internet Mall a.s. za rok 2008
- Příloha č.17: Výroční zpráva společnosti Internet Mall a.s. za rok 2009
- Příloha č.18: Výroční zpráva společnosti Internet Mall a.s. za rok 2010
- Příloha č.19: Výroční zpráva společnosti Internet Mall a.s. za rok 2011
- Příloha č.20: Rozvaha společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2007
- Příloha č.21: Rozvaha společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2008
- Příloha č.22: Rozvaha společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2009
- Příloha č.23: Výkaz zisku a ztráty společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2007
- Příloha č.24: Výkaz zisku a ztráty společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2008
- Příloha č.25: Výkaz zisku a ztráty společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2009

Příloha č.26: Příloha k účetní závěrce společnosti Invia CZ, s.r.o. za rok 2007

Příloha č.27: Účetní závěrka společnosti Invia CZ, a.s. za rok 2010

Příloha č.28: Účetní závěrka společnosti Invia CZ, a.s. za rok 2011

Příloha č.29: Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti Kofola a.s. za rok 2007

Příloha č.30: Příloha k účetní závěrce společnosti Kofola a.s. za rok 2007

Příloha č.31: Účetní závěrka společnosti Kofola a.s. za rok 2008

Příloha č.32: Účetní závěrka společnosti Kofola a.s. za rok 2009

Příloha č.33: Účetní závěrka společnosti Kofola a.s. za rok 2010

Příloha č.34: Účetní závěrka společnosti Kofola a.s. za rok 2011

Příloha č.35: Výroční zpráva společnosti Papcel a.s. za rok 2007

Příloha č.36: Výroční zpráva společnosti Papcel a.s. za rok 2008

Příloha č.37: Výroční zpráva společnosti Papcel a.s. za rok 2009

Příloha č.38: Výroční zpráva společnosti Papcel a.s. za rok 2010

Příloha č.39: Výroční zpráva společnosti Papcel a.s. za rok 2011

Příloha č.40: Výroční zpráva společnosti České Radiokomunikace a.s. za rok 2007

Příloha č.41: Výroční zpráva společnosti České Radiokomunikace a.s. za rok 2008

Příloha č.42: Výroční zpráva společnosti České Radiokomunikace a.s. za rok 2009

Příloha č.43: Výroční zpráva společnosti České Radiokomunikace a.s. za rok 2010

Příloha č.44: Účetní závěrka společnosti České Radiokomunikace a.s. za rok 2011

Pozn.: Všechny přílohy jsou obsaženy v přiloženém CD.