

Projekt řízení a měření výkonnosti podniku XY, a.s.

Bc. Jana Tomová

Diplomová práce
2005



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav podnikové ekonomiky
akademický rok: 2004/2005

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jana TOMOVÁ**
Studijní program: **N 6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**

Téma práce: **Projekt řízení a měření výkonnosti podniku XY, a.s.**

Zásady pro vypracování:

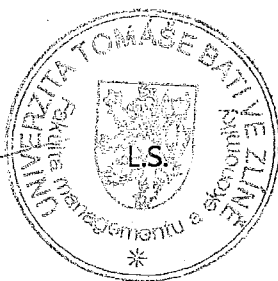
1. Vymezte rámec aktuálních projektových příležitostí společností XY, a.s.
2. Konfrontujte záměr ideje a hypotézy, dostupné literární prameny spolu se zpracovanou analýzou k podpoře projektového řešení.
3. Zpracujte syntézu poznatků vyplývajících z bodu 2.
4. Formulujte diagnózu projektu jako určující východisko pro adresné zpracování projektu.
5. Vypracujte projekt řízení a měření výkonnosti podniku.
6. Verifikujte projektové řešení v návaznosti na bod 5.
7. Prezентуйте a zdůvodněte efektivnost daného projektového řešení spolu se závěrečným doporučením pro XY, a.s.

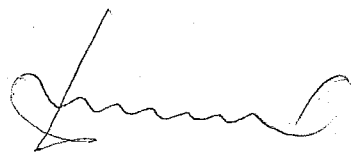
Rozsah práce: 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:
Dle doporučení vedoucího diplomové práce.

Vedoucí diplomové práce: doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 7. března 2005
Termín odevzdání diplomové práce: 13. května 2005

Ve Zlíně dne 21. února 2005


doc. PhDr. Václav Nováček, CSc.
děkan




prof. Ing. Jiří Polách, CSc.
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Abstrakt slovensky

S rastúcim vplyvom kapitálového trhu v našom hospodárstve, rastie aj tlak na vedenie podnikov, aby vyčíslovali hodnotu, ktorú podnik tvorí pre svojich investorov, resp. vlastníkov. A preto aj súčasné trendy finančného managementu smerujú k analýze výkonnosti spoločnosti cez tvorbu hodnoty pre akcionára. Znižuje sa význam tradičného podnikateľského cieľa tvoreného ziskom a nahrazujú ho ciele, ktoré pomerujú dosiahnutý zisk s nákladmi vynaložených zdrojov.

Abstrakt vo svetovom jazyku

With the accretive effect of the capital market in our economy, grow also the constraint of the company's management to quantify the value, which the company creates for its investors, or owners. Therefore also actual trends of finance management aim at analysis of company's performance through the value creation for shareholders. The meaning of traditional business goal, which creates earnings, is decreasing and is substituting for goals, which divides reached profit with the cost of expended sources.

Srdečne ďakujem vedúcej mojej diplomovej práce pani Doc. Dr. Ing. Drahomíre Pavelkovej za odborné vedenie, jej cenné rady, doporučenia a pripomienky, ktoré mi poskytla v priebehu riešenia diplomovej práce. Ďalej by som chcela poďakovať odbornému konzultantovi pánovi Ing. Pavlovi Jouzovi za jeho drahocenný čas a radu podnetných a zaujímavých informácií a námetov, ktoré mi ochotne poskytol.

Touto cestou ďakujem za trpezlivosť, ochotu a podporu rodine, priateľovi a všetkým známym, ktorí ma pri spracovaní diplomovej práce podporovali.

Prehlasujem, že som diplomovú prácu spracovala samostatne a použitú literatúru som citovala.

V Zlíne 2. mája 2005

.....
Jana Tomová

OBSAH

OBSAH	5
ÚVOD.....	7
1 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI XY, A.S.	9
1.1 VÝROBNÝ PROGRAM	10
1.2 ODBERATELIA	11
1.2.1 Tuzemskí zákazníci	11
1.2.2 Zahraniční zákazníci	11
1.3 DODÁVATELIA	12
1.4 KONKURENCIA	12
1.5 VÝVOJ POČTU ZAMESTNANCOV	12
1.6 ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA SPOLOČNOSTI XY, A. S.....	13
1.7 STRUČNÁ CHARAKTERISTIKA ODVETVIA	14
1.8 ANALÝZA PRÍSTUPU PODNIKU K MERANIU A RIADENIU VÝKONNOSTI.....	14
2 CIEĽ PODNIKANIA – TVORBA HODNOTY	16
2.1 TEÓRIA RIADENIA HODNOTY	16
2.2 HODNOTOVÉ RIADENIE PODNIKU – VALUE BASED MANAGEMENT	18
3 UKAZOVATELE MERANIA VÝKONNOSTI PODNIKU	20
3.1 TRADIČNÉ UKAZOVATELE MERANIA FINANČNEJ VÝKONNOSTI	21
3.1.1 Využitie finančnej analýzy v riadení podniku	22
3.2 KRITIKA TRADIČNÝCH UKAZOVATEĽOV	39
3.3 MODERNÉ UKAZOVATELE ZALOŽENÉ NA HODNOTOVOM RIADENÍ	42
3.3.1 Ekonomická pridaná hodnota.....	42
3.3.2 Výpočet EVA v podniku XY, a.s. - klasická podoba.....	47
3.3.3 Výpočet EVA v podniku XY, a.s. - model INFA	53
3.3.4 Trhová pridaná hodnota (Market Value Added – MVA).....	62
3.3.5 Excess Return.....	63
3.3.6 Meranie prírastku hodnoty akciového kapitálu (Shareholder Value Added - SVA)	64
3.3.7 Ukazovateľ rentability investícií stanovený na podklade peňažných tokov (CFROI)	65
3.4 KOMPLEXNÉ PRÍSTUPY K MERANIU VÝKONNOSTI PODNIKU	70
3.4.1 Balanced Scorecard	70
3.4.2 Aplikácia BSC do riadenia podniku XY, a. s.....	75
4 VÝBER KONCEPTU RIADENIA A MERANIA VÝKONNOSTI V PODNIKU XY, A. S.	78
4.1 EVA – KRITÉRIUM VÝKONNOSTI PODNIKU.....	78
4.2 EVA – ZÁKLAD INTEGROVANÉHO SYSTÉMU FINANČNÉHO RIADENIA.....	78
4.3 EVA – NÁSTROJ RIADENIA A MOTIVOVANIA PRACOVNÍKOV	79

4.4	EVA - NÁSTROJ INVESTIČNÉHO ROZHODOVANIA	80
4.5	EVA – NÁSTROJ OCEŇOVANIA SPOLOČNOSTÍ.....	81
4.6	STANOVENIE EVA DRIVERS	81
4.7	IMPLEMENTÁCIA KONCEPTU EVA.....	83
4.8	POROVNANIE KONCEPTU EVA SO SÚČASNÝM STAVOM MERANIA VÝKONNOSTI PODNIKU XY, A. S.....	84
5	IMPLEMENTÁCIA VYBRANÉHO KONCEPTU DO PRAXE PODNIKU XY, A.S.	87
5.1	VYMEDZENIE OKRUHU OSÔB SPOJENÝCH S IMPLEMENTÁCIOU.....	87
5.2	POSTUP PRI IMPLEMENTÁCII	87
5.2.1	Krok č. 1 – Získať záujem predstavenstva a top managementu.....	88
5.2.2	Krok č. 2 - Urobiť hlavné strategické rozhodnutia o programe EVA.....	88
5.2.3	Krok č. 3 – Vyvinúť plán implementácie.....	91
5.2.4	Krok č. 4 – Zaviesť tréningový program.....	95
5.3	BONUSOVÝ PROGRAM EVA A JEHO IMPLEMENTÁCIA.....	96
5.3.1	Bonifikácia managementu.....	97
5.3.2	Bonifikácia ostatných zamestnancov	99
5.3.3	Riziková analýza projektu a návrh opatrení na ich zníženie.....	99
6	ZHODNOTENIE PROJEKTU	102
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	105
	ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK	108
	ZOZNAM OBRÁZKOV	110
	ZOZNAM TABULIEK	111
	ZOZNAM PRÍLOH.....	113

ÚVOD

V dôsledku integračných procesov došlo dňa 1. mája 2004 k rozšíreniu Európskej únie z jej pätnástich členov na dvadsaťpäť, jednou z prístupujúcich krajín bola aj Česká republika. V dôsledku tohto vstupu nastávajú určité zmeny aj v našej ekonomike. Otvárajú sa nové trhy, nastal voľný pohyb tovarov, služieb a kapitálu. Tieto aspekty predstavujú pre naše hospodárstvo nielen príležitosti, ale aj hrozby. Rozšírenie trhu bude predstavovať obštatie vo veľkom konkurenčnom boji. Pre veľké podniky a koncerny, ktoré už dlho spolupracujú so zahraničnými partnermi, to nebude nič nové. Naopak vstup na nový trh spôsobí nejednu vrásku na čele vedeniu malých a stredných podnikov.

Podniky, ktoré chcú obstať v neľútostnom konkurenčnom boji, sa budú musieť snažiť znižovať náklady, zvyšovať produktivitu výroby a kvalitu súčasného sortimentu, ale aj investovať nemalé peňažné prostriedky do nových technológií a výskumu. Základnou úlohou podniku v dlhodobom horizonte je zvyšovať hodnotu. Preto je pre podnik v súčasnej dobe nevyhnutné, aby venoval pozornosť vedecko-technickému rozvoju, marketingu, ľudským zdrojom a hlavne finančnej situácii.

Finančná výkonnosť ako základné kritérium hodnotenia podnikovej činnosti spolu s konkurencieschopnosťou určuje úspešnosť subjektu v prostredí trhovej ekonomiky. Existuje mnoho prístupov k hodnoteniu finančnej výkonnosti, ktoré prešli vývojom a odrážajú tak stupeň poznania pri riadení ekonomického systému. V súčasnosti sú aktuálne ukazovatele finančnej výkonnosti založené na princípoch teórie riadenia hodnoty, tzv. hodnotové kritéria merania výkonnosti podniku.

Aplikácia týchto nových prístupov môže znamenať pre podnik konkurenčnú výhodu na trhu, pretože podnik, ktorý aplikuje koncept riadenia hodnoty, prináša hodnotu nielen pre vlastníka podniku, ale aj pre všetky zainteresované strany. Moderné metódy umožňujú merať a riadiť výkonnosť nielen z krátkodobého, ale predovšetkým z dlhodobého hľadiska.

Táto práca vychádza z hypotézy:

Hlavným cieľom podnikania je dlhodobé zvyšovanie hodnoty podniku. K dosahovaniu tohto cieľa je nutné nielen merať tvorbu hodnoty pre vlastníkov, ale ešte dôležitejšie je túto hodnotu riadiť na základe stanovených kritérií výkonnosti.

Cieľom práce je nájsť vhodný koncept merania a riadenia výkonnosti podniku a ten následne implementovať do podniku XY, a.s.

Prácu som rozdelila do šiestich častí:

Hlavnou úlohou úvodnej časti – CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI XY, A. S. – je predstaviť v skratke analyzovaný podnik, odvetvie, v ktorom pôsobí a urobiť analýzu súčasného prístupu k meraniu a riadeniu výkonnosti.

V druhej časti s názvom – CIEĽ PODNIKANIA – TVORBA HODNOTY – chcem na základe teoretických poznatkov objasniť prístup riadenia hodnoty a uviesť dôvody, prečo je pre podniky vhodné sa týmto novým prístupom zaoberať.

V tretej časti – UKAZOVATELE MERANIA VÝKONNOSTI PODNIKU – bude prevedený kritický literárny rešerš teoretických poznatkov v oblasti tradičných a moderných ukazovateľov merania výkonnosti. Teoretické poznatky budú následne aplikované na podnik XY, a. s..

Štvrtá časť – VÝBER KONCEPTU RIADENIA A MERANIA VÝKONNOSTI V PODNIKU XY, A. S. – obsahuje analýzu výhod vybraného konkrétneho konceptu merania a riadenia výkonnosti pre podnik XY, a. s..

V piatej časti s názvom – IMPLEMENTÁCIA VYBRANÉHO KONCEPTU DO PRAXE PODNIKU XY, A.S. – sú v jednotlivých bodoch navrhnuté kroky, ktoré sú nevyhnutné pre úspešnú aplikáciu vybraného prístupu do podniku. Dôležitou súčasťou tejto časti je aj motivačný program pre pracovníkov podniku.

Záverečná časť – ZHODNOTENIE PROJEKTU – obsahuje celkové zhodnotenie navrhovanej implementácie vybraného konceptu merania a hodnotenia podniku.

1 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI XY, A.S.

Podnik XY je akciová spoločnosť, patrí k tradičným výrobcom v obore gumárenstva v Českej republike. Spoločnosť je jediným českým výrobcem celej rady gumárenských výrobkov a ochranných dýchacích masiek.

Výrobný podnik XY bol založený v roku 1935 ako pobočný závod firmy Optimit v Odrách, ktorá je najstarším gumárenským podnikom v Českej republike. K 1. 1. 1991 sa štátny podnik pretransformoval na akciovú spoločnosť. V následnom období prebiehal technický a investičný rozvoj, ktorý umožnil dosiahnuť súčasnú technickú a technologickú úroveň výroby. 1. júla 1997 bola úspešne dokončená privatizácia spoločnosti a majoritným vlastníkom sa stala firma Granitol Moravský Beroun.

Podnik má vlastnú prevádzku na výrobu gumárenských zmesí a náloží pre klasické etážové hydraulické lisy a vstrekolisy.

Vysoká samostatnosť podniku pri zavádzaní nových výrobkov je zaistená v oblasti technickej prípravy výroby (vývoj zmesí, výrobná dokumentácia výrokov a lisovacích foriem) a ďalej aj výrobou lisovacích foriem vo vlastnej prevádzke strojárenskej výroby.

Spoločnosť je ekonomicky stabilizovaná a disponuje kvalifikovanou pracovnou silou s tradičným gumárenským know-how. V posledných rokoch spoločnosť investovala predovšetkým do výroby lisovanej technickej pryže so zameraním výroby na automobilový priemysel, ktorý patrí k najrýchlejšie sa rozvíjajúcim odvetviám českého priemyslu.

K hlavným konkurenčným výhodám podniku v súčasnosti patrí:

- ◆ Tradičný výrobca s vybudovanými dlhodobými vzťahmi so zákazníkmi.
- ◆ Perspektíva rozvoja dodávok pre automobilový priemysel.
- ◆ Vybavená vývojová základňa podniku.
- ◆ Široká databanka špeciálnych receptúr a zmesí.
- ◆ Existujúci výrobný závod s potrebnou infraštruktúrou a možnosťou ďalšieho rozvoja.
- ◆ Systém riadenia kvality s certifikátom podľa ISO 9001, ISO/TS 16949.
- ◆ Konkurencieschopná a relatívne lacná pracovná sila.

- ◆ Dobré vzťahy s finančnými inštitúciami a štátnou správou.

Základný kapitál spoločnosti je 228.203.000 Kč.

1.1 Výrobný program

V súčasnosti je výroba podniku zameraná predovšetkým na technickú pryž pre automobilový, strojársky a stavebný priemysel a na ochranné masky. Hlavnou konkurenčnou výhodou podniku je schopnosť operatívne reagovať a uspokojovať špeciálne požiadavky zákazníkov aj v malých množstvách či sériách a v pomerne širokej škále sortimentu. Ďalšou konkurenčnou výhodou je kvalifikovaná a lacnejšia pracovná sila, nižšie náklady na energie a menšia vzdialenosť k tuzemskému zákazníkovi. Výrobný program podniku tvoria:

Gumárenské zmesy

- na všeobecné použitie, olejovzdorné, teplovzdorné, dynamické, ozonuvzdorné, na protektorovanie pneumatík osobných a nákladných automobilov a traktorov.

Technická lisovaná pryž

- tesnenia, krúžky, manžety, rámčeky, vývodky, membrány, kryty, spojky, kompenzátory, nárazníky, ktorých prevedenie zodpovedá požiadavkám zákazníkov.

Pryžové výrobky pre osobné a nákladné automobily

- tesniace elementy, tesnenie viek motoru, tvarové dielce na sanie vzduchu a chladiaci systém, tlmiace elementy automobilov, pryžové prašnice, manžety, kryty, poťahy pedálov, univerzálne rohože pre 130 typov osobných automobilov, rohože pre batožinový priestor osobných automobilov, lapače nečistôt, blatníky.

Ochranné masky

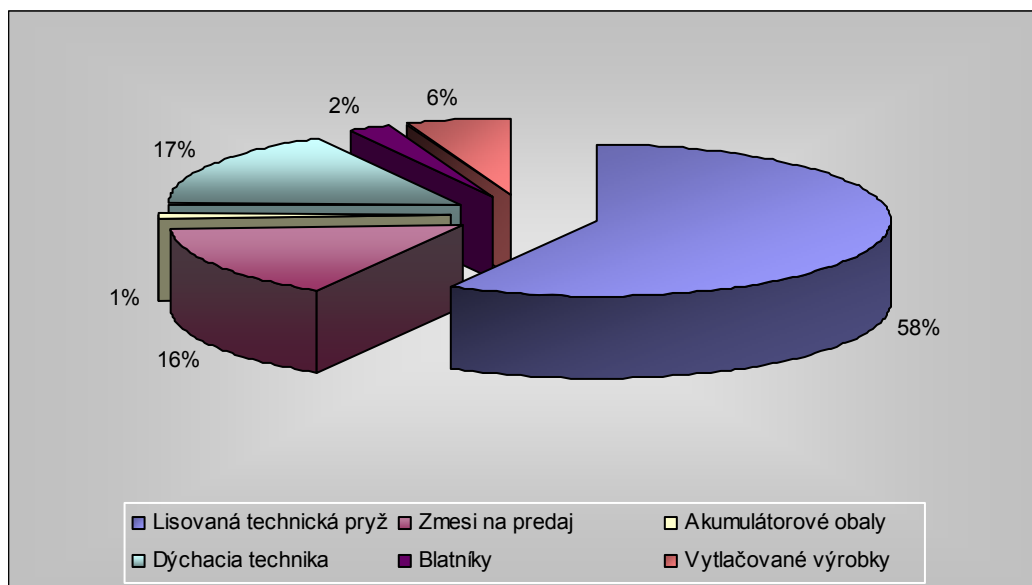
Výrobky z tvrdej pryže

Pryžové profily z homogenného materiálu

Pryžové protisklzové podlahové krytiny

Výrobky v kombinácii PRYŽ – KOV

Výrobky pre domácnosť a ďalší spotrebný tovar.



Obr. 1. Podiel výrobných skupín na tržbách v roku 2003

1.2 Odberatelia

1.2.1 Tuzemskí zákazníci

Medzi významných tuzemských zákazníkov podniku patria štátne orgány, inštitúcie a spoločnosti ako napr.: VÚ Tábor, AUTOPAL Nový Jičín, MV GŘ HZS ČR 771 11 Olomouc, KOMPONENTY Zlín, KSK Belt Teplice, VALEO Rakovník, DUKLA CZ Trutnov, HELLA Mohelnice, RPF Odry, CZ WEGO Hradec Králové, TATRA Kopřivnice, ŠKODA Auto a.s. Mladá Boleslav, TECHNOEX s.r.o. Ostrava, KUKS Humpolec, WAMAC s.r.o. Fulnek, NOVESTA a.s. Zlín.

1.2.2 Zahraniční zákazníci

K významným zahraničným zákazníkom podniku patria hlavne firmy: DOMA Mariaposching, GDX Rehburg, TRACZ & NEUMANN Lodž, DUNLOP TECH Hannau, PNEU VRANÍK Trnava, HAMMERLIT Leer, OY Tammer Suoja Tampere, HOLZHAUSER Hamburg, ARES OY Espoo, AL-TAMAM Int Company Salmiya, NN Trgovina Zagreb

1.3 Dodávateľia

Spoločnosť má okolo 350 dodávateľov. Asi 55 % suroviny na výrobu sa dováža zo zahraničia. V posledných rokoch spoločnosť významne diverzifikovala štruktúru nákupu a najväčšie kontrakty má uzatvorené s renomovanými svetovými výrobcami. K najvýznamnejším dodávateľom patria tieto spoločnosti: HENNIGES, TRADING BOCHEMIE, KAUČUK, CS CABOT, DBH, EXXON MOBIL CHEMICAL, DSM, CREDUM, BAYER, MOGUL PETROL

1.4 Konkurencia

Hlavnými konkurentmi spoločnosti XY, a. s. sú spoločnosti, ktoré sa svojími technológiami aspoň z časti podobajú spoločnosti. Medzi ne patria hlavne tieto: GUMOTEX, a.s., Břeclav, SEMPERFLEX OPTIMIT, a.s., Odry, VULKAN, a.s., Hrádek nad Nisou, RUBENA, a.s., Hradec Králové, AVON Automotive, a.s. , Rudník.

Na globálnom trhu medzi najvýznamnejších hráčov, s ktorými sa podnik pri svojej činnosti stretáva, sú nasledujúce spoločnosti: HENNIGES, CONTITECH AG, SAARGUMMIWERKE AG, POPPE Co., PHOENIX AG, WOCCO AG, VEGU AG, TRELLEBORG Ltd., SEMPERIT AG.

1.5 Vývoj počtu zamestnancov

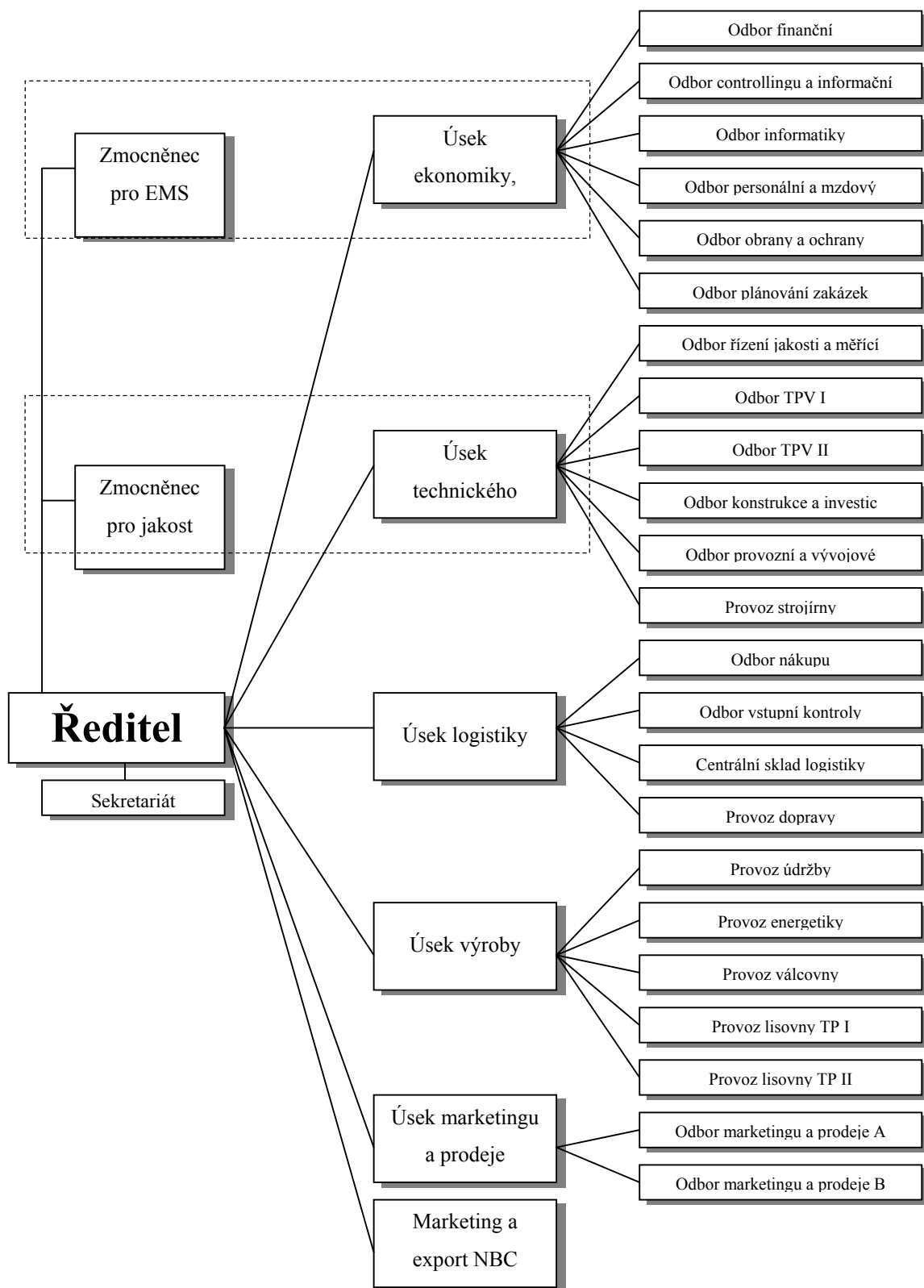
Tab. 1. Počet zamestnancov

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Počet zamestnancov	664	685	760	712	733	743
z toho riadiaci pracovníci	172	161	155	142	143	144

Počet zamestnancov postupne od roku 1999 narastá, len v roku 2002 je trend opačný, kedy počet zamestnancov klesol zo 760 na 712.

Počet riadiacich pracovníkov naopak má každoročne klesajúci trend.

1.6 Organizační struktura společnosti XY, a. s.



Obr. 2. Organizační struktura společnosti XY, a. s.

Organizačná štruktúra podniku sa skladá z generálneho riaditeľa podniku, jedného manažéra pre akosť, jedného pre EMS a z piatich riaditeľov jednotlivých úsekov. Generálny riaditeľ je podriadený predstavenstvu spoločnosti, najvyšším orgánom spoločnosti je valné zhromaždenie a dohľad nad hospodárením podniku zabezpečuje dozorná rada.

1.7 Stručná charakteristika odvetvia

Podnik XY, a.s., môžem zaradiť podľa klasifikácie odvetvových a ekonomických činností do OKEČ 25 (Výroba pryžových a plastových výrobkov).

Gumárenský a plastikársky priemysel v ČR prežíva v posledných piatich-šiestich rokoch dynamický rozvoj a jeho pozícia v rámci spracovateľského priemyslu sa neustále posiluje. Jeho hlavným špecifikom je, že na rozdiel od väčšiny ostatných odvetví a oborov, sa ho v uplynulých rokoch takmer nedotkli ani domáce hospodárske reformy, ani výkyvy svetovej ekonomiky. Tempa rastu základných ukazovateľov odvetvia sú trvale nad priemerom spracovateľského priemyslu.

V roku 2003 sa odvetvie podieľalo na tržbách spracovateľského priemyslu celkom 6 %, v objeme pridanej hodnoty 6,4 % a v počtu zamestnaných osôb 5,1 %. V roku 2003 vzrástla produktivita práce o 22,4 %. Priaznivý vývoj je odrazom vysokej investičnej aktivity a širokej účasti zahraničných firiem, ktoré do ČR prinášajú progresívnu technológiu, know-how a i.

Vyhliadky do budúcnosti tohto odvetvia sú veľmi pozitívne, pretože sa stále zväčšujú možnosti uplatnenia pryžových a plastových výrobkov v stavebníctve, energetike, rýchle sa rozvíja automobilový, elektrotechnický a elektronický priemysel, ktoré sú hlavnými zákazníkmi odvetvia. [13]

1.8 Analýza prístupu podniku k meraniu a riadeniu výkonnosti

Podnik XY, a. s., v súčasnej dobe nevyužíva k meraniu a riadeniu výkonnosti podniku žiadny ucelený koncept riadenia výkonnosti. Na meranie výkonnosti používa predovšetkým tradičné ukazovatele finančnej analýzy.

Dôležitým ukazovateľom, ktorý podnik sleduje, je ukazovateľ EBITDA. Je to ukazovateľ zisku pred úrokmi, zdanením a odpismi. Výhodou ukazovateľa je možnosť porovnania

výkonnosti nezávisle na politike odpisovania. Predstavuje úpravu na meranie cash flow (avšak nezahrňuje zmeny v ČPK).

Je obľúbeným ukazovateľom používaným na úrovni divízií – sústreďuje pozornosť na rast tržieb a riadenie nákladov. Meria iba prevádzkovú výkonnosť, neovplyvňuje ho spôsob financovania a dane. Nevýhodou tohto ukazovateľa je, že ignoruje využitie kapitálu a majetku.

Od zvyšovania ukazovateľa EBITDA je závislé aj odmeňovanie pracovníkov podniku.

Vo finančnej analýze podnik vypočítava aj index EVA, ktorý však nie je ďalej nijak analyzovaný.

Z uvedenej analýzy vyplýva, že podnik uplatňuje predovšetkým pohľad na zdravie podniku než na výkonnosť.

Z tohto dôvodu sa v nasledujúcom texte pokúsím navrhnúť koncept merania a riadenia výkonnosti, ktorý by sa dal vhodne využiť v podniku XY, a.s., a ktorý by prispel k tvorbe hodnoty pre všetky zúčastnené strany podniku.

2 CIEĽ PODNIKANIA – TVORBA HODNOTY

Ak chce byť podnik úspešný, je dôležité ujasniť si ciele podniku, spôsob ich vyjadrenia a merania. Názory na vymedzenie cieľov podnikania aj finančných cieľov sú medzi ekonómami neustále diskutované a prechádzajú vývojom. Najskôr sa za základný cieľ podnikania považovala **maximalizácia zisku**. Postupne sa však stáva stále viac predmetom kritických námietok, predovšetkým z týchto dôvodov:

1. Ide o statický prístup, ktorý neberie do úvahy časovú dimenziu, nerozlišuje, v ktorom okamžiku bol zisk dosiahnutý, nerozlišuje krátkodobé a dlhodobé zisky. Preto je zdôrazňovaná **potreba aktualizovať zisky s ohľadom na čas**.
2. Zisk podniku je ovplyvnený zvoleným poňatím výnosov a nákladov, metódou odpisovania, tvorbou a rozpúšťaním rezerv a nákladov budúcich období. Preto sa kladie dôraz na potrebu **využívať cash flow na hodnotenie podniku** a investičných variant.
3. Maximalizácia zisku ako základný cieľ podniku neberie do úvahy rôzny **stupeň rizika**, s ktorým bol zisk dosiahnutý. Predpokladá, že vyšší zisk je dosahovaný pri rovnakom stupni rizika, čo je nereálny predpoklad.

Uvedené námietky voči maximalizácií zisku ako hlavného cieľa podnikania vyústili v poslednej dobe do záveru, že základným cieľom podnikania je maximalizácia trhovej hodnoty podniku. Vedľa tohto hlavného cieľa je pre podnik dôležité snažiť sa stanoviť si a dosahovať aj krátkodobé finančné ciele. Medzi tieto patrí predovšetkým priebežné zaisťovanie platobnej schopnosti (likvidity) podniku. Udržovanie platobnej schopnosti je základnou podmienkou fungovania podniku v trhovej ekonomike. Súčasne by mal podnik dosahovať výšku zisku, ktorá mu umožní obnovu a rozvoj podniku.[18]

2.1 Teória riadenia hodnoty

Stále častejšie je počuť kritiku tradičných koncepcií merania a hodnotenia úspechu. Stále aktuálnejšie sa stáva stotožnenie úspechu s tvorbou hodnoty. Tradičné koncepcie, ku ktorým patrí nielen účtovné poňatie usilujúce o maximalizáciu zisku, ale aj všetky ostatné koncepcie, ako napr. marketingové koncepcie usilujúce o zvyšovanie podielu na trhu, resp. o lepšie uspokojovanie požiadaviek a potrieb zákazníkov, sú užitočné, avšak je potrebné

ich chápať len ako prostriedok na zvyšovanie hodnoty, resp. nástroj na realizáciu koncepcie riadenia hodnoty.

Podnik je úspešný, pokiaľ tvorí hodnotu a je tým úspešnejší čím väčšiu hodnotu tvorí. Jediným kritériom na hodnotenie úspešnosti podniku je to, či tvorí hodnotu.

Podnik by mal byť vnímavý voči prániam a potrebám zákazníkov, hľadať efektívne výrobné procesy, starať sa o kvalifikáciu a potreby svojich pracovníkov, presadiť sa v domácom a medzinárodnom meradle. Mal by teda uspokojovať všetkých stakeholderov – všetkých „zúčastnených“, ktorí sú nejakým spôsobom spätí s daným podnikom. K nim patria poskytovatelia kapitálu (shareholders) a veritelia, manažéri, zamestnanci, dodávatelia, odberatelia, obec a štát atď. Všetkým stakeholderom síce záleží na dlhodobej existencii a dobrej situácii daného podniku, každý z nich však sleduje svoj záujem (napr. cieľom vlastníkov je maximálne zhodnotenie svojho vkladu, veritelia chcú dostať späť splátky dlhu a úroky, zamestnanci sa usilujú o maximálnu mzdu, dodávatelia sa snažia o maximálne ceny množstvo dodanej produkcie, zákazníci požadujú minimálne ceny produkcie, štát chce vybrať maximálne dane, atď).

Je zjavné, že hodnota podniku je pre jednotlivých stakeholderov odlišná. Každý stakeholder posudzuje hodnotu podniku podľa toho, čo do podniku vložil, resp. podľa zhodnotenia svojej investície a porovnáva ju s alternatívnymi možnosťami.

Z toho vyplýva, že podnik, ktorý chce maximalizovať hodnotu, by mal preferovať koncepciu shareholder value, pretože je to súčasne jediná cesta zvyšovania stakeholder value. Maximalizácia hodnoty pre vlastníkov je predpokladom na zvyšovanie hodnoty pre všetkých stakeholderov.

Jedine podnik, ktorý splňuje nároky vlastníkov, môže dlhodobo existovať a prinášať prospech všetkým zúčastneným (stakeholderom).

Shareholder value je charakterizovaná ako koncepcia, ktorá:

- znamená zohľadnenie hodnoty imania vlastníkov ako cieľa v ekonomickom rozhodovaní,
- je novým kritériom výkonnosti, novou metódou posúdenia úspechu podniku,
- búra divergenciu medzi cieľmi vlastníkov a managementu.[15]

2.2 Hodnotové riadenie podniku – Value Based Management

Súčasný trendy finančného managementu smerujú k užšiemu previazaniu analýzy finančnej výkonnosti podniku s tvorbou hodnoty pre akcionára. Prístup, ktorého cieľom je zjednotenie cieľov, stratégií a spôsobov rozhodovania managementu so záujmami akcionárov sa označuje ako **hodnotové riadenie (Value Based Management, VBM)**.

„Hodnotu nazývame jednou z najlepších výkonnostných ukazovateľov výkonu podniku, pretože ona jediná vyžaduje na meranie komplexné informácie. K pochopeniu tvorby hodnoty musí človek použiť dlhodobé strategické hľadisko, riadiť všetky peňažné toky a pohyby v súvahe a musí vedieť, ako porovnať peňažné toky z rôznych časových období s ohľadom na riziko.“[18]

Maximalizácia hodnoty znamená, že vedenie podniku sa musí usilovať o čo najväčší prínos pre vlastníkov, a to ako v podobe podielov na zisku a aj, a to predovšetkým, formou zisku plynúceho z rastu cien vlastníckych podielov.[18]

Kľúčovou súčasťou tohoto prístupu sú ukazovatele vykazujúce silnú koreláciu s vývojom na kapitálovom trhu – tzv. hodnotové kritéria. Podnikateľský cieľ, formulovaný ako hodnota firmy, respektíve hodnota pre akcionára, Shareholder Value, tvorí základné kritérium pre voľbu rozhodnutia celofiremnej povahy. Úloha funkčného kapitálového trhu núti rešpektovať pri stanovovaní súčasnej a aj budúcej výkonnosti spoločnosti časovú hodnotu peňazí a rovnako aj podstupované podnikateľské riziko.[23]

Faktory vedúce ku zvyšovaniu významu tvorby hodnoty pre akcionára:

- ◆ globalizácia a deregulácia kapitálových trhov,
- ◆ koniec riadenia kapitálu a menových transakcií,
- ◆ celosvetová vlna privatizácií a všeobecne presun majetku, rast ekonomickej sily Európy,
- ◆ pokrok v informačných a komunikačných technológiách – zníženie transakčných nákladov,
- ◆ likvidnejšie trhy s cennými papiermi,
- ◆ zdokonalenie v regulácii kapitálových trhov, rozširovanie informácií pre investorov,

- ◆ všeobecné zmeny v prístupe k úsporám a investíciám,
- ◆ expanzia v inštitucionálnom investovaní.[26]

Chovanie podnikov pod vplyvom Value Based Managementu:

- VBM vytvára tlak na prevádzkové jednotky k dosiahnutiu čo najvyššej kvality a úrovne prevádzkovania,
- zameranie podniku na hlavný obor podnikania,
- realizácia akvizícií (aj relatívne malých), ktoré podporujú stratégiu tvorby hodnoty,
- prehodnotenie štruktúry vnútorných jednotiek s cieľom priblíženia ich pôsobnosti trhu, úspory režijných nákladov,
- vystúpenie z oborov podnikania, ktoré zjavne mali väčšiu hodnotu pre iné spoločnosti,
- prispôsobenie štruktúry financovania cieľom v tvorbe hodnoty pre akcionára.[4]

Aj napriek uvedeným kladom nového prístupu merania výkonnosti podniku stále existuje odpor, obzvlášť v Európe, voči myšlienke prijať tvorbu hodnoty pre vlastníka ako vrcholnú prioritu podniku. Hlavným prvkom kritiky je rozdielna situácia kapitálového trhu v Európe a v USA. Kapitálový trh v Európe má nižší význam oproti bankovému sektoru. Ale významnosť a sila európskeho kapitálového trhu neustále narastá a pravdepodobne aj naďalej narastať bude.

3 UKAZOVATELE MERANIA VÝKONNOSTI PODNIKU

Súčasný pohľad na výkonnosť podniku nie je popísaný len jeho súčasnými a plánovanými hospodárskymi výsledkami, ale komplexom očakávaní a hodnotení všetkých účastníkov ekonomických procesov jeho podnikateľského zamerania. Sám širší pohľad z hľadiska fundamentálnej analýzy týchto procesov, ktorý vychádza rovnako aj z analýzy neekonomických parametrov podnikateľských zámerov, nie je vôbec nový a nájdeme ho aj v metodikách analýz hospodárskeho výsledku.[23]

Platí, že „čo nie je možné merať, to nie je možné riadiť“[5], pretože nie je možné vyhodnotiť úroveň naplnenia cieľa. Svoj cieľ musí podnik viesť vyjadriť v merateľnej podobe. Potom je možné kontrolovať stupeň jeho dosiahnutia pomocou vhodných kritérií, ktoré odrážajú úspešnosť preverených aktivít na dosiahnutie cieľa.

Základné modely, z ktorých vychádzajú súčasné smery stanovenia výkonnosti podniku sú:

1. **Tradičné prístupy k meraniu finančnej výkonnosti** – absolútne ukazovatele, rozdielové ukazovatele, paralelná sústava pomerových ukazovateľov, pyramídová sústava pomerových ukazovateľov, súhrnné ukazovatele merania finančnej výkonnosti firiem.
2. **Moderné prístupy k meraniu finančnej výkonnosti** – EVA, MVA, CFROI a iné.
3. **Komplexné prístupy k meraniu výkonnosti firiem** – BSC, EFQM.[23]

Ukazovatele, ktoré môžu vyjadriť výkonnosť podniku, je možné rozdeliť aj iným spôsobom, ktorý vymedzujú autori Young a O'Byrne podľa nasledujúcich kritérií:

1. **Ukazovatele reziduálneho (resp. „zbylého“) zisku** – sú odvodené z prevádzkového zisku po odpočítaní nákladov na kapitál. Patrí medzi ne ukazovateľ ekonomická pridaná hodnota (Economic Value Added, EVA), ak k výpočtu namiesto zisku použijeme cash flow – potom hovoríme o Cash Value Added (CVA). Tieto ukazovatele je možné využiť hlavne na hodnotenie výkonnosti celého podniku a viazať na ne odmeňovanie manažérov, ktorí majú dostatočnú rozhodovaciu právomoc hodnotu ovplyvniť. Je však možné rozšíriť ich využitie aj na nižšie úrovne riadenia, obchodné jednotky, výrobné rady.

2. **Zložky reziduálneho zisku** – sú odvodené od predchádzajúcej kategórie, ale nazahrňujú náklady na kapitál. K týmto ukazovateľom patrí EBIT (zisk pred úrokmi a zdanením), EBITDA (EBIT + odpisy), NOPAT (čistý operatívny zisk po zdanení), RONA (zisk/čisté aktíva). Tieto ukazovatele sú vhodné na meranie výkonnosti aj na strednej úrovni riadenia, je teda možné na ne viazať odmeny pre stredný management.
3. **Trhové ukazovatele** – sú odvodené od kapitálového trhu. Patria sem: ukazovateľ Market Value Added (MVA), TSR (Total Shareholder Return), FGV (Future Growth Value) a excess return. Tieto ukazovatele je možné využiť len pre verejne obchodované podniky. Pomocou týchto ukazovateľov nie je možné merať výkonnosť nižších organizačných jednotiek.
4. **Cashflow ukazovatele** – patria tu ukazovatele CFO, free cashflow, CFROI. Tieto ukazovatele sa snažia odstrániť vplyv akruálneho účtovníctva na výsledky činnosti podniku.
5. **Tradičné ukazovatele ziskovosti** – čistý zisk, ROE, ROA a EPS (Earnings per share – čistý zisk na akciu).[26]

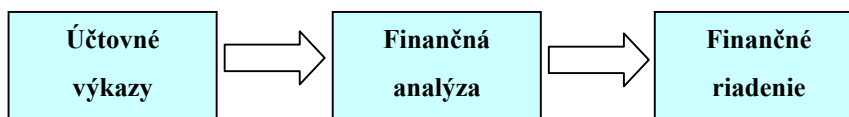
Prácu som rozdelila na tradičné, moderné a komplexné prístupy k meraniu výkonnosti podniku. Pri každej kategórii som uviedla literárne poznatky k danému ukazovateľu a tie som následne aplikovala na podnik XY. Súčasne som poukázala na možnosti využitia jednotlivých ukazovateľov k meraniu a riadeniu výkonnosti, ale aj na problémy a nevýhody spojené s použitím jednotlivých ukazovateľov.

3.1 Tradičné ukazovatele merania finančnej výkonnosti

Tradičné kritéria merania výkonnosti podniku vyjadrujú racionalitu priebehu podnikateľského procesu vo vzťahu k jeho cieľom, sú založené na meraní efektívnosti využitia podnikového kapitálu.

Tradičné ukazovatele vychádzajú predovšetkým z účtovných výkazov. Tieto ukazovatele v rámci finančnej analýzy sú ešte stále často používané k finančnému riadeniu podnikov.

Finančná analýza, založená na technickom vyhodnotení účtovných výkazov, či už minulého obdobia alebo plánovaného vývoja, je dôležitým medzistupňom v poňatí klasického finančného riadenia podniku, ako ukazuje obrázok (Obr. 3):



Obr. 3. Štruktúra finančnej analýzy a finančné riadenie podniku [24]

Finančná analýza je cenným analytickým nástrojom, ktorý sa využíva aj na predikciu citlivosti budúcich uvažovaných podnikateľských stratégií k rizikovým faktorom, predovšetkým na:

- poskytnutie objektívneho pohľadu na potenciálny rast výkonnosti podniku,
- zhodnotenie miery zraniteľnosti spoločnosti,
- posúdenie miery adaptability a flexibility spoločnosti,
- identifikáciu rizík plynúcich z doterajšieho fungovania spoločnosti.[23]

3.1.1 Využitie finančnej analýzy v riadení podniku

Podstatou finančnej analýzy je výpočet **tradičných ukazovateľov** finančnej výkonnosti, ktoré majú dobrú vypovedaciu schopnosť (logickú interpretáciu) vzhľadom ku skúmanej ekonomickej realite. Môžu byť vyjadrené v peňažných jednotkách, ale aj v percentách, v jednotkách času, prípadne môžu byť aj bezrozmerné. Postupy finančnej analýzy patria stále medzi najčastejšie používané.

Pri aplikácii finančnej analýzy na podnik uvediem z dôvodu veľkej rozsiahlosti len analýzu pomerových ukazovateľov, ktorá patrí medzi najviac využívané k hodnoteniu výkonnosti podniku.

Výkonnosť podniku môžeme posudzovať nasledujúcimi analytickými postupmi:

1. Analýza trendov

Analýza trendov porovnáva zmeny ukazovateľov v časovej rade. Vstupné dáta sú obsiahnuté v účtovných výkazoch firiem a vo výročných správach, ktoré uvádzajú finančné položky za posledných 5 až 10 rokov. Pri analýze berieme do úvahy zmeny absolútnej hodnoty, ale aj percentuálne zmeny jednotlivých položiek výkazov, po riadkoch, horizontálne. Preto hovoríme o horizontálnej analýze absolútnych ukazovateľov.

Pri hodnotení situácie podniku by mal finančný analytik brať do úvahy rovnako okolité podmienky, ako napr. zmeny v daňovej sústave, vstup nových konkurentov na trh, zmeny podmienok na kapitálovom trhu, zmeny v dopyte, zmeny cien vstupov, medzinárodné vplyvy (politické konflikty a krízy v určitých regiónoch, vytváranie nových ekonomických zoskupení, ktorých dôsledky podnik ponesie atď.). Je potrebné poznať aj zámary podniku do budúcnosti.[19]

2. Percentuálna analýza komponentov (vertikálna analýza)

Pri vertikálnej analýze posudzujeme jednotlivé komponenty majetku a kapitálu, tzv. štruktúru aktív a pasív firmy. Zo štruktúry aktív a pasív je zrejmé, ako je zloženie hospodárskych prostriedkov potrebných pre výrobné a obchodné aktivity firmy a z akých zdrojov boli obstarané. Na schopnosti vytvárať a udržiavať rovnovážny stav majetku a kapitálu závisí ekonomická stabilita firmy.

3. Rozdielové ukazovatele

Na analýzu a riadenie finančnej situácie podniku (hlavne jeho likvidity) slúžia rozdielové ukazovatele, označované ako fondy finančných prostriedkov (finančné fondy). Fond je chápaný ako agregácia (zhrnutie) určitých stavových ukazovateľov vyjadrujúcich aktíva alebo pasíva, resp. ako rozdiel medzi súhrnom určitých položiek krátkodobých aktív a určitých položiek krátkodobých pasív (tzv. čistý fond).[1]

4. Pomerové ukazovatele

Finančné pomerové ukazovatele (financial ratios) charakterizujú vzájomný vzťah medzi dvoma alebo viacerými absolútnymi ukazovateľmi pomocou ich podielu. Najčastejšie vychádzajú z účtovných dát (súvahy a výkazu ziskov a strát). Umožňujú získať rýchly a nenákladný obraz o základných finančných charakteristikách firmy.

Pomerové ukazovatele podľa oblastí finančnej analýzy sa delia na:

1. Ukazovatele rentability.
2. Ukazovatele aktivity.
3. Ukazovatele zadlženosti.
4. Ukazovatele likvidity.

5. Ukazovatele trhovej hodnoty.
6. Prevádzkové (výrobné) ukazovatele.
7. Ukazovatele na báze finančných fondov a cash flow.[21]

Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability patria medzi najdôležitejšie ukazovatele, ktorými sa hodnotí činnosť podniku. Vypovedajú o tom, ako sa nám „vyplácajú“ prostriedky vložené do podnikania. Na hodnotenie jednotlivých ukazovateľov rentability je dôležitá ich výška a vývoj v čase. Mali by nadobúdať kladné hodnoty. Pri ich poklese alebo v prípade záporných hodnôt by mala nasledovať hlbšia analýza, ktorá nám povie, ako sa na takom vývoji podieľali jednotlivé oblasti hospodárenia. Medzi ukazovatele rentability patria hlavne: Rentabilita vlastného kapitálu (Return on Net Assets – ROA), rentabilita celkového kapitálu (Return on Equity – ROE), rentabilita tržieb a iné.

Medzi ďalšie tradičné ukazovatele patria predovšetkým:

- zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization – EBITDA),
- zisk pred úrokmi a zdanením (Earnings before Interest and Tax – EBIT),
- zisk pred zdanením (Earnings before Tax – EBT),
- čistý zisk (Earnings after Tax - EAT),
- prevádzkový cash flow,
- voľné cash flow (Free Cash Flow – FCF),
- rentabilita investovaného kapitálu (Returned on Invested Capital – ROI),
- zisk na akciu (Earnings per share – EPS),
- P/E (Price earning ratio), a pod.

EBITDA

Je to ukazovateľ zisku pred úrokmi, zdanením a odpismi. Výhodou ukazovateľa je možnosť porovnania výkonnosti nezávisle na politike odpisovania.

Predstavuje úpravu na meranie cash flow (avšak nezahrňuje zmeny v ČPK).

Je obľúbeným ukazovateľom používaným na úrovni divízií – sústreďuje pozornosť na rast tržieb a riadenie nákladov. Meria iba prevádzkovú výkonnosť, neovplyvňuje ho spôsob financovania a dane.

Nevýhodou tohto ukazovateľa je, že ignoruje využitie kapitálu a majetku.

EBIT

Je obľúbeným ukazovateľom na úrovni divízií, pretože sústreďuje pozornosť na rast tržieb a riadenie nákladov. Nevýhodou je, že meria iba prevádzkovú výkonnosť, neovplyvňuje ho spôsob financovania a dane a ignoruje efektívne využitie kapitálu a majetku.

EBT - Zisk pred zdanením

Zahrňuje daň z príjmu za bežnú a mimoriadnu činnosť, nevýhodou je, že nemá príliš dobrú vypovedaciu schopnosť, pretože skutočné zdanenie sa môže v jednotlivých firmách podstatne líšiť.

EAT - Čistý zisk

Tento ukazovateľ je najvýznamnejším z pohľadu vlastníka. Zisk po zdanení je určený na rozdelenie medzi vlastníkov.

Provozní cash flow

Predstavuje peniaze získané prevádzkovou činnosťou.

Volný cash flow

V prípade merania výkonnosti môže byť tento ukazovateľ zavádzajúci, pretože nízky voľný CF môže byť zapríčinený vysokými investíciami, ktoré ale znamenajú možnosť rastu podniku v budúcnosti.

ROA

Ukazovateľ výnosnosti celkového kapitálu (ROA) v porovnaní s EBIT neignoruje efektívne využitie kapitálu a majetku.

ROE

Ukazovateľ výnosnosti vlastného kapitálu (ROE) je najobľúbenejším kritériom finančnej výkonnosti a praktikmi je uznávaný ako ukazovateľ prvej dôležitosti. Je ukazovateľom efektívnosti s akou firma využíva kapitál vlastníkov. Predstavuje mieru výnosnosti, ktorú vlastníci získavajú zo svojich investícií.

ROI (Return on Investment)

Ukazovateľ návratnosti investícií meria príjmy investície v porovnaní s nákladmi spojenými s ich dosiahnutím.

EPS (Čistý zisk/Počet akcií)

Ukazovateľ zisku na akciu môže zlyhávať z hľadiska snahy manažérov o čo najvyššie účtovné zisky (pokiaľ trh reaguje na ich zvýšenie zvýšením trhovej ceny akcií). Cesty ku zvyšovaniu EPS:

- dosahovanie zisku pri väčšom podiele cudzích zdrojov – môže dôjsť k vysokému zadĺženiu podniku,
- zvýšenie zisku s rovnakým objemom vlastného kapitálu – môže dôjsť k účtovným podvodom pri vykazovaní vysokých ziskov.[18]

V nasledujúcom texte poukážem na možnosti využitia týchto ukazovateľov pri meraní a riadení výkonnosti v podniku XY, a. s. a na problémy spojené s použitím len tradičných ukazovateľov v riadení podniku.

Tab. 2. Ukazovatele rentability za obdobie 1999 – 2000 (v %)[Zdroj: vlastný]

Ukazovatele rentability v %	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Rentabilita vl. kapitálu ROA = (Ebit/A)	0,45%	4,83%	6,52%	6,56%	9,72%	2,04%
Rentabilita celk. kapitálu ROE = ČZ/VK	-10,74%	0,69%	6,21%	7,27%	13,99%	1,33%
Rentability tržieb ROS = ČZ/T	-3,93%	0,19%	1,73%	2,28%	4,25%	0,39%

Rentabilita vlastného kapitálu vyjadruje výnosnosť vlastných zdrojov vložených do podnikania. Akcionári, majitelia alebo ďalší investori očakávajú väčšie zhodnotenie svojho kapitálu, ako by im prinieslo alternatívne investovanie ich vlastných prostriedkov. Vkladateľ požaduje primeranú výšku výnosu svojho kapitálu, pretože nesie riziko neúspechu podnikania (v prípade krachu by prišiel o celý svoj vklad). Preto požadovaná miera výnosnosti kapitálu by mala byť vyššia ako úroková sadzba dlhodobých vkladov.

Pri výpočte rentability celkového kapitálu som do čitateľa dosadila čistý zisk. Takto konštruovaný ukazovateľ hovorí, ako bol zhodnotený celkovo vložený majetok bez ohľadu

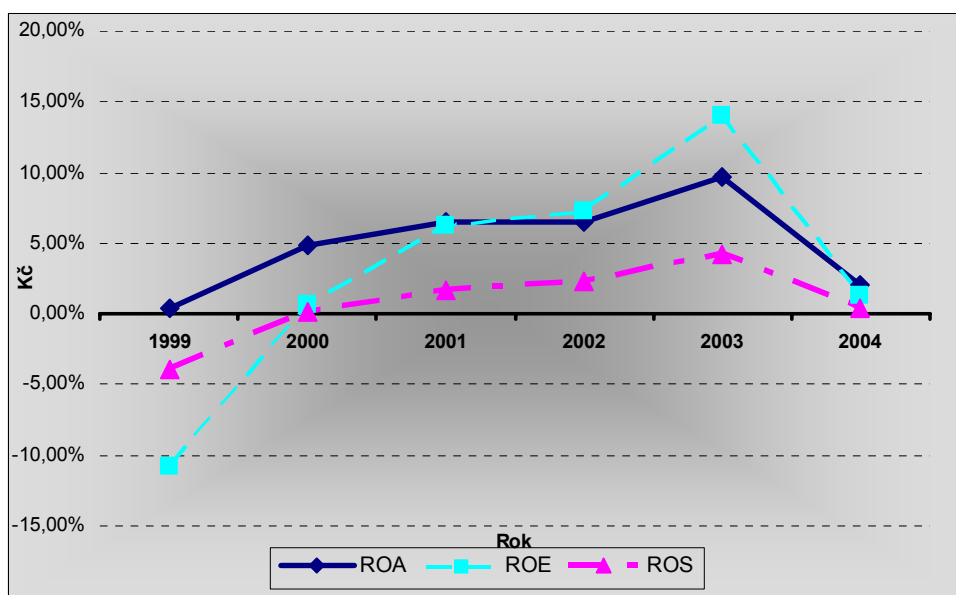
na to, ako bol tento majetok financovaný a zároveň zisťuje výkonnosť podniku bez vplyvu zadĺženia.

Z výpočtu je zrejmé, že rentabilita celkového kapitálu počas sledovaného obdobia stúpa (výnimkou je rok 2004), čo je pre spoločnosť dobrým signálom. Dôvodom takéhoto vývoja je každoročne zvyšujúci sa čistý zisk. V roku 1999 nadobúda ukazovateľ ROE záporné hodnoty, dôvodom takéhoto výsledku je, že podnik v roku 1999 vykázal stratu.

Ukazovateľ rentability tržieb podáva informáciu o tom, ako je spoločnosť zisková vo vzťahu k tržbám. Hovorí, koľko halierov zisku spoločnosť získa z jednej koruny tržieb.

Rovnako ako rentabilita celkového kapitálu vykazuje aj rentabilita tržieb každoročný rast.

U podnikov v odvetví je rentabilita celkového kapitálu podstatne vyššia, dosahuje hodnoty od 12,74 % až do 17,55 % v roku 2003, podobná situácia je aj pri rentabilite tržieb, ktorá dosahuje podstatne vyššie hodnoty.



Obr. 4. Vývoj ukazovateľov rentability v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]

U ukazovateľov rentability je však vhodné zmieniť sa o skutočnosti, že mnoho spoločností v Českej republike sa snaží „optimalizovať“ daňový základ (napr. tvorbou rezerv), preto často dosahuje veľmi nízke hodnoty rentability.

Nasledujúca tabuľka obsahuje ďalšie tradičné ukazovatele využívané na meranie výkonnosti podniku.

Tab. 3. Tradičné ukazovatele za obdobie 1999 -2000 (v tis. Kč) [Zdroj: vlastný]

Ukazovateľ	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
EBITDA	30 027,00	47 127,00	53 210,00	53 000,00	68 160,00	41 972,00
EBIT	1 864,00	18 709,00	23 640,00	23 936,00	37 726,00	8 512,00
EBT	-16 785,00	1 087,00	6 992,00	12 440,00	31 017,00	3 367,00
EAT	-16 785,00	1 087,00	10 435,00	13 150,00	29 398,00	2 837,00
prevádzkový CF	x	44 258,00	12 124,00	10 147,00	43 000,00	36 667,00
voľný CF - FCF	x	28 778,21	-16 980,40	-36 709,16	-75 577,06	-122 818,36
ROI	0,64%	7,04%	11,35%	8,88%	10,64%	1,73%
Zisk na akciu	-5,20	0,34	3,23	4,07	9,10	0,88

Pri pohľade na tabuľku je prekvapujúce, že s použitím rôznych ukazovateľov, môžeme dosiahnuť tak podstatne odlišné výsledky.

Ukazovatele, ktoré sú určitým druhom zisku, nadobúdajú vyššie hodnoty podľa šírky vymedzenia daného ukazovateľa. Najvyššie hodnoty dosahuje EBITDA, ktorý obsahuje zisk pred zdanením, úrokmi a odpismi. Dôležité je však sledovať a porovnávať tieto ukazovatele v čase, pretože podstatná je ich dynamika rastu. Všetky ukazovatele majú v sledovanom období zhodný rastúci trend, odlišujú sa len výškou svojho prírastku (výnimkou je len rok 2004). Ďalšou podstatnou vecou, je správna interpretácia jednotlivých kritérií.

Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity merajú schopnosť podniku využívať vložené prostriedky. Tieto ukazovatele majú najčastejšie podobu doby obratu, tj. doby, po ktorú je majetok v určitej forme viazaný alebo počtu obrátok, tzn. koľkokrát sa nám určitý druh majetku obráti za časové obdobie.

Tab. 4. Ukazovatele aktivity za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]

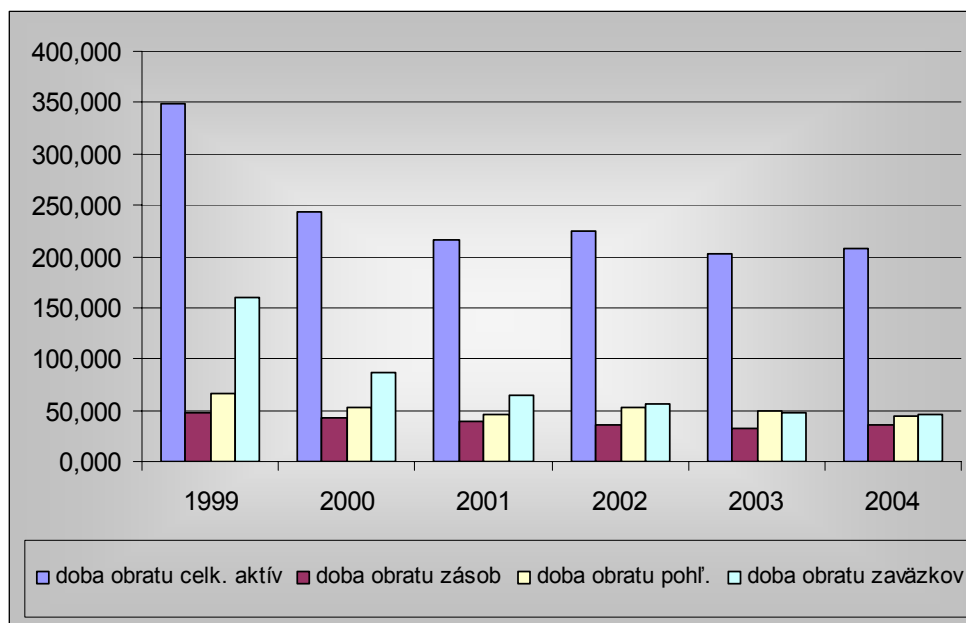
ukazovatele aktivity	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
obratovosť aktív tržby/aktíva	1,03	1,48	1,66	1,60	1,78	1,73
doba obratu celk. aktív (aktíva/tržby)*360	348,98	242,77	216,45	224,64	201,97	208,26
doba obratu zásob (zásoby/tržby)*360	47,23	42,02	39,93	35,93	32,88	35,04
doba obratu pohľ. (pohľ./tržby)*360	65,70	51,97	46,74	52,05	49,47	44,05
doba obratu záväzkov (záväzky/tržby)*360	160,32	86,59	64,13	55,58	47,46	45,89

Najdôležitejším ukazovateľom aktivity je doba obratovosti aktív, ktorá by mala byť maximálne 360 dní, to znamená, že aktíva by sa mali obrátiť aspoň raz za rok. Spoločnosť XY, a. s., má dobu obratu celkových aktív od 202 – 349 dní, čo svedčí o efektívnom využívaní aktív, pozitívom je aj fakt, že doba obratu celkových aktív každoročne klesala. Snahou managementu by mala byť snaha o neustále znižovanie hodnoty tohto ukazovateľa, ktoré môže podnik dosiahnuť tak, že buď zvýši svoje tržby, alebo odpredá časť nepotrebných aktív. Podobné hodnoty ukazovateľa dosahujú aj podniky v odvetví.

Ukazovateľ doby obratu zásob ukazuje, za koľko dní sa premenia zásoby na iné formy majetku. Firma by mala klásť dôraz na skracovanie tejto doby, pretože toto vedie ku zvyšovaniu zisku, resp. ku znižovaniu potrebného kapitálu pri dosahovaní rovnakého zisku. V tomto ukazovateli podnik tiež nevykazuje príliš dobré výsledky, tzn. že zbytočne viaže peňažné prostriedky v zásobách. Dobrým signálom je, že hodnoty tohto ukazovateľa sa z roka na rok znižujú o 5 - 11 %. U podnikov v odvetví je situácia horšia, pretože hodnota tohto ukazovateľa sa pohybuje v rozmedzí 49 – 35 dní, pozitívne však je, že aj v odvetví sa postupne táto doba skracuje.

Ukazovateľ doby obratu pohľadávok ukazuje, za akú dobu sa pohľadávky premieňajú na peňažné prostriedky. Z tabuľky je zrejmé, že podnik má problémy premieňať pohľadávky na peňažné prostriedky, preto by sa mal snažiť túto dobu skrátiť. Hodnoty tohto ukazovateľa dosahujú 44 až 66 dní premenenia pohľadávok na finančné prostriedky, táto doba sa však v priebehu sledovaného obdobia skracuje. Situácia v odvetví ja opäť horšia ako v analyzovanom podniku.

Keď porovnáme dobu obratu záväzkov s dobou obratu pohľadávok, zistíme, že firma dostáva zaplatené svoje pohľadávky skôr ako sama platí svoje záväzky, výnimkou je len rok 2003. Jej dodávatelia firmu takýmto spôsobom úverujú. V posledných rokoch sú tieto ukazovatele vyrovnané.



Obr. 5. Vývoj ukazovateľov aktivity v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]

Ukazovatele zadĺženosti

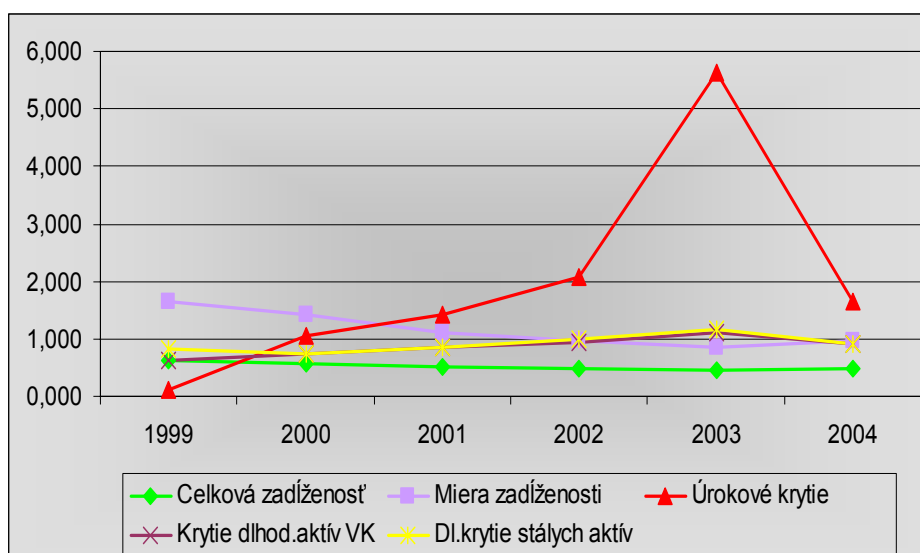
Tab. 5. Ukazovatele zadĺženosti za obdobie 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]

	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	Dop.hodnota
Celková zadĺženosť cudzie zdroje/aktíva	61,80%	57,47%	51,13%	48,19%	45,81%	49,10%	30 - 60 %
Miera zadĺženosti cudzie zdroje/vl.kapitál	1,64	1,42	1,10	0,96	0,85	0,97	<1
Úrokové krytie EBIT/nákl.úroky	0,10	1,06	1,42	2,08	5,62	1,65	>5
Krytie dlhod.aktív VK VK/dlhod.kapitál	0,61	0,74	0,85	0,94	1,09	0,92	
Dl.krytie stálych aktív VK+dl.cudzí kap./st.A	0,82	0,74	0,85	0,99	1,16	0,92	

Ukazovateľ celkovej zadĺženosti ukazuje, v akom rozsahu je podnik krytý cudzími zdrojmi. Doporučená hodnota sa pohybuje medzi 30 až 60 %, avšak závisí na odvetví, v ktorom spoločnosť podniká. V prípade spoločnosti XY je pomer cudzích zdrojov 61,8 % v roku 1999, postupne zadĺženosť klesala až na úroveň 45,8 % v roku 2003, čo predstavuje relatívne optimálnu zadĺženosť podniku v rozmedzí doporučených hodnôt. U podnikov v odvetví je zadĺženosť nižšia a má klesajúci priebeh, podniky dosahujú zadĺženosť od 45% - 39 % hodnoty aktív.

Úrokové krytie charakterizuje výšku zadĺženosti pomocou schopnosti podniku splácať úroky. Doporučená hodnota tohto ukazovateľa je 5 a viac. V podniku sa hodnoty tohto ukazovateľa pohybovali v roku 1999 len 0,1, z čoho vyplýva, že podnik nebol schopný splácať svoje úroky a nemohol si v takejto situácii dovoliť prijať ďalší bankový úver. Počas sledovaného obdobia sa situácia výrazne zlepšila. V roku 2003 sa hodnota tohto ukazovateľa vyšplhala na cca 5,6, čo znamená, že v tejto situácii je už podnik schopný splácať svoje úroky a má kapacitu prijať ďalšie bankové úvery. V roku 2004 klesol ukazovateľ na hodnotu len 1,6, to bolo spôsobené čerpaním ďalšieho dlhodobého bankového úveru vo výške 30 422,- tis. Kč. Ukazovateľ úrokové krytie u podnikov v odvetví v celom sledovanom období nadobúda hodnôt vysoko nad doporučenú hodnotu (od 5,5 do 15,7).

Ukazovateľ krytia dlhodobých aktív dlhodobými zdrojmi hovorí, ako sú dlhodobé aktíva kryté dlhodobými zdrojmi. Na udržanie dlhodobej finančnej rovnováhy je dôležité, aby hodnota ukazovateľa bola väčšia ako 1 (tzn. že dlhodobé aktíva sú kryté viac ako 100 % dlhodobými zdrojmi). Aj v tomto ukazovateli podnik v rokoch 1999 – 2002 je pod doporučenou hranicou, ale už v roku 2003 sa situácia zlepšila, pretože v tomto roku vzrástla hodnota tohto ukazovateľa nad hodnotu 1. Nie je však dobré, aby táto hodnota bola príliš vysoká, pretože pri hodnote vyššej ako 1 dochádza k prekapitalizácii, ktorá znamená vyššiu stabilitu podniku, ale znižuje sa celková efektívnosť podnikania.



Obr. 6. Vývoj ukazovateľov zadĺženosti v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]

Ukazovatele likvidity

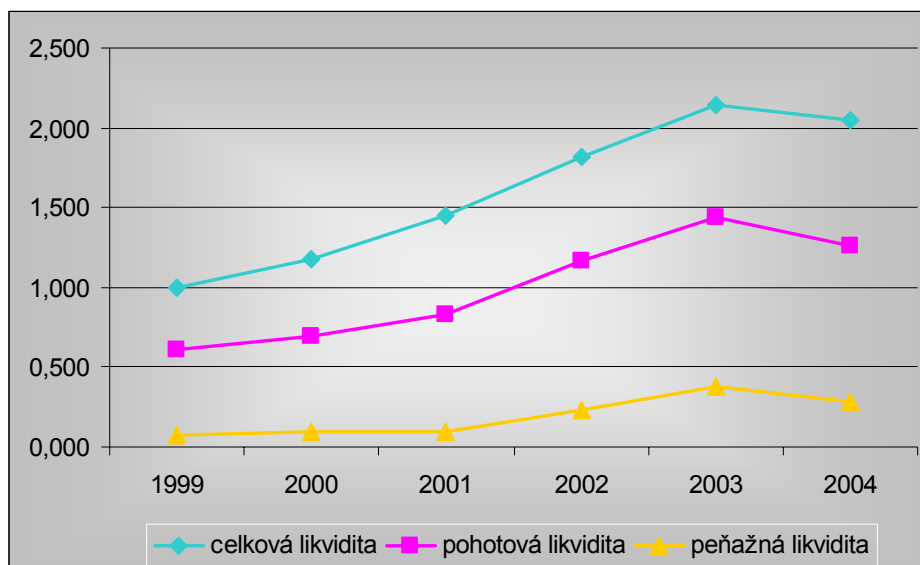
Ukazovatele likvidity sú pomerom toho, čím sa má platiť, a toho, čo je treba zaplatiť. Najjednoduchšia úhrada je samozrejme priamo peniazmi v hotovosti a z bežného účtu. Pokiaľ podnik nemá likvidné prostriedky, tj. nemá majetok, ktorý je možné rýchlo premeniť na peniaze, nemá ani prostriedky, ktorými by uhradil svoje splatné záväzky.

Tab. 6. Ukazovatele likvidity za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]

ukazovatele likvidity	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004	Dop.hodnota
celková likvidita obež.A/krátk.závaz.	1,00	1,18	1,45	1,82	2,15	2,05	1,5 - 2
pohotová likvidita (fin.maj.+kr.pohl)/kr.zav	0,61	0,69	0,83	1,17	1,44	1,27	1 – 1,5
peňažná likvidita fin.maj./kr.závazky	0,07	0,09	0,10	0,23	0,38	0,28	0,2 – 0,5

Pri analýze ukazovateľov likvidity je zrejmé, že podnik v rokoch 1999 – 2001 dosahoval hodnôt pod doporučené hodnoty, čo bolo spôsobené záporným hospodárskym výsledkom.

V rokoch 2002 - 2004 sa však situácia zlepšila aj v ukazovateľoch likvidity a podnik sa vo všetkých troch ukazovateľoch dostal nad doporučené hodnoty, z čoho vyplýva, že spoločnosť bola schopná splácať záväzky svojim veriteľom.



Obr. 7. Vývoj ukazovateľov likvidity v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]

Musím však dodať, že ukazovatele likvidity majú radu obmedzení, kvôli ktorým nemajú získané údaje príliš dobrú vypovedaciu schopnosť. Za najzávažnejší považujem fakt, že sa vypočítavajú jednorázovo, nevyjadrujú vývoj platobnej schopnosti podniku v priebehu roka. Preto ak má podnik v dobe splatnosti splatiť svoje záväzky, musí si viesť podrobný kalendár, plán príjmov a výdajov, v ktorom sleduje splatnosť jednotlivých dlhov a aj tvorbu peňažných prostriedkov.

5. Sústavy ukazovateľov

Na rozdiel od jednotlivých ukazovateľov, ktoré charakterizujú len určitý úsek činnosti podniku, umožňujú sústavy (výberové súbory) ukazovateľov posúdiť celkovú situáciu. Preto sa často označujú ako analytické systémy alebo modely finančnej analýzy. Rastúci počet ukazovateľov v súbore (modeli) umožňuje detailnejšie zobrazenie finančno-ekonomickej situácie podniku, avšak súčasne veľký počet ukazovateľov sťažuje orientáciu a hlavne výsledné hodnotenie podniku.

Pri vytváraní sústav ukazovateľov sa rozlišujú:

Sústavy hierarchicky usporiadaných ukazovateľov, ktorých typickým príkladom sú pyramidové sústavy (DuPontov rozklad ukazovateľa ROE).

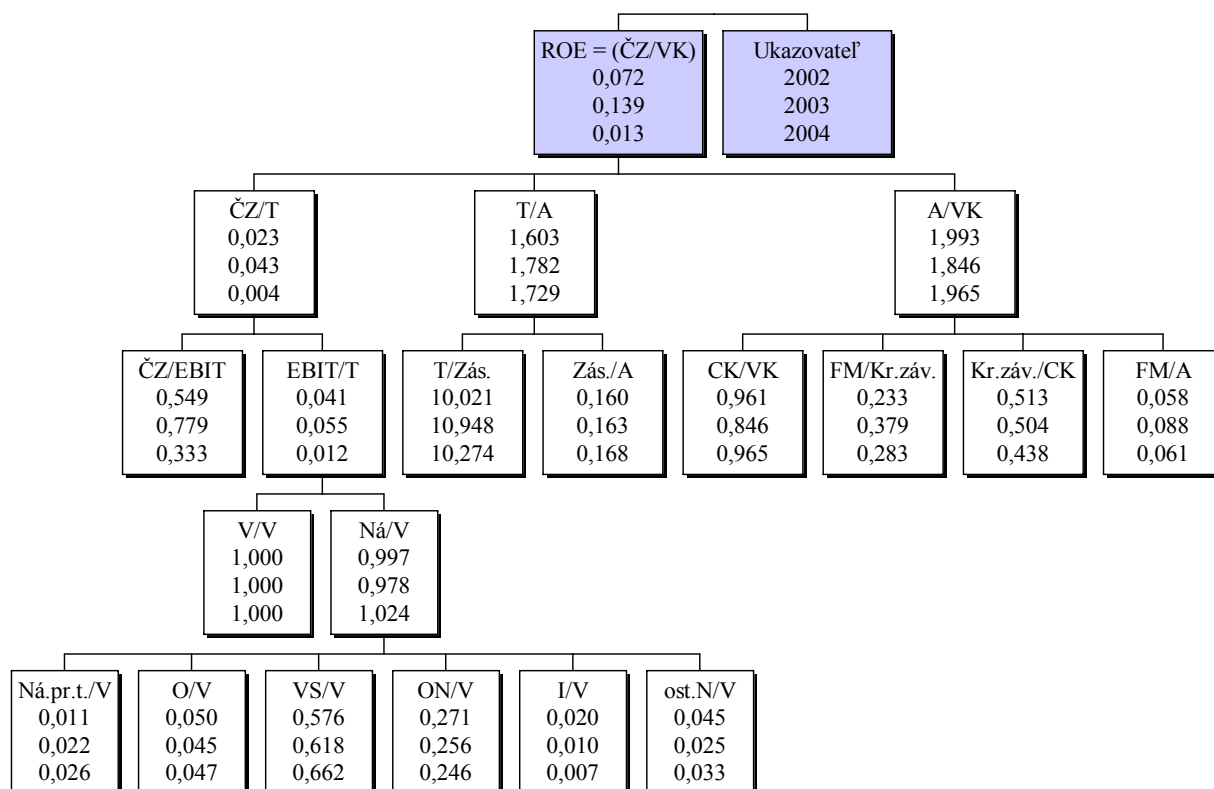
Účelové výbery ukazovateľov, ich cieľom je zostaviť také výbery ukazovateľov, ktoré by dokázali kvalitne diagnostikovať finančnú situáciu firmy, resp. predikovať je krízový vývoj. Podľa účelu ich použitia sa výbery členia na:

- Bonitné (diagnostické) modely, ktoré sa snažia pomocou jedného syntetického ukazovateľa, ktorý nahradzuje jednotlivé analytické ukazovatele, vyjadriť finančnú situáciu, resp. pozíciu firmy (EVA).
- Bankrotné (predikčné) modely, ktoré predstavujú akési systémy včasného varovania, pretože podľa chovania vybraných ukazovateľov sa indikujú prípadné ohrozenia finančného zdravia firmy (Z-skóre, Index IN).[19]

Uvedené modeli budú použité pri analýze podniku XY, a. s..

V rámci finančnej analýzy sa okrem analýzy rentability využíva aj analýza aktivity, zadĺženosti a likvidity. Tieto ukazovatele ovplyvňujú výkonnosť podniku meranú rentabilitou, čo názorne ukazuje DuPontov rozklad ukazovateľa ROE. Z dôvodu lepšej prehľadnosti uvádzam pyramídový rozklad ROE za posledné tri roky hospodárenia podniku XY, a. s..

Rozklad pomerového ukazovateľa ROE v rokoch 2002 - 2004



Obr. 8. DuPontov Rozklad ROE za obdobie 2002 – 2004. [Zdroj: vlastný]

Rozklad názorne ukazuje, čo v roku 2004 ovplyvnilo zníženie rentability vlastného kapitálu ako vrcholového ukazovateľa výkonnosti podniku v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi. Negatívne na vývoj ROE pôsobil výrazný pokles rentability tržieb oproti rokom 2002 a 2003.

Na tomto poklese sa podieľalo zníženie podielu čistého zisku na zisku pred úrokmi a zdanením, ale aj zníženie rentability tržieb. Na pokles ukazovateľa rentability tržieb malo vplyv zvýšenie nákladov, kedy náklady prevýšili výnosy.

Hlavnou príčinou poklesu ROE je pokles ziskovej marže (EBIT/T), čo bolo spôsobené najmä rastom nákladov výrobnnej spotreby oproti roku 2003.

Ďalším významným ukazovateľom ovplyvňujúcim ROE je finančná páka. Finančná páka je vyjadrená podielom aktív na vlastnom kapitáli, z ktorej možno odvodiť mieru zadĺženia. Negatívne pôsobil vzrast zadĺženia v roku 2004, a to z dôvodu väčšieho podielu cudzích zdrojov ako vlastného kapitálu. Všetky ukazovatele vplyvajúce na výšku finančnej páky

oproti roku 2003 poklesli, čo ovplyvnilo ukazovateľ finančnej páky negatívne. Negatívny vplyv mal aj vzrast ukazovateľa zadĺženosti.

Ukazovateľom ovplyvňujúcim výšku ROE je aj rentabilita celkového kapitálu. Tento ukazovateľ môžeme rozložiť na tzv. ziskovú maržu, respektíve rentabilitu výnosov a na obrat celkových aktív. Pokles obratu aktív v roku 2004 oproti roku 2003 pôsobil taktiež záporne na rentabilitu vlastného kapitálu. Najväčší podiel na tomto poklese malo zvýšenie zásob, aj keď tržby vzrástli, ich rast neprevýšil vzrast zásob. Zvýšenie aktív predstavuje hlavne zvýšenie dlhodobého hmotného a nehmotného majetku.

Môžem konštatovať, že všetky tieto ukazovatele pôsobili negatívne na dosiahnutú hodnotu rentability vlastného kapitálu.

V rámci finančnej analýzy je možné použiť niekoľko súhrnných ukazovateľov, ktoré sa snažia vyjadriť súhrnne finančnú pozíciu a finančné zdravie podniku. Ich vypovedacia schopnosť je však obmedzená – podnik je príliš zložitý systém a vyjadrenie pomocou jedného čísla je problematické.

Z – skóre (Altmanov ukazovateľ)

Z – skóre vyjadruje finančnú situáciu firmy a je určitým doplňujúcim faktorom pri finančnej analýze podniku.[21]

$$Z - \text{score} = 1,2 * x_1 + 1,4 * x_2 + 3,3 * x_3 + 0,6 * x_4 + x_5 \quad (1)$$

Kde: x_1 – pracovný kapitál/A

x_2 – nerozdelený zisk/A

x_3 – EBIT/A

x_4 – tržbová hodnota VK/CZ

x_5 – tržby/A

Tab. 7. Z-score[21]

$Z > 2,99$	Finančná situácia podniku je zdravá
$1,81 < Z < 2,99$	Vypovedacia schopnosť je indiferentná
$Z < 1,81$	Finančná situácia je kritická, hrozí bankrot

Tab. 8. Z-score za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
x1 – pracovný kapitál/A	-0,001	0,063	0,134	0,202	0,264	0,225
x2 – nerozdelený zisk/A	-0,182	-0,238	-0,251	-0,225	-0,177	-0,103
x3 – EBIT/A	0,005	0,048	0,065	0,066	0,097	0,020
x4 – trhová hodnota VK/CZ	0,611	0,706	0,906	1,041	1,182	1,036
x5 – tržby/A	1,032	1,483	1,663	1,603	1,782	1,729
Z-score	1,157	1,809	2,231	2,374	2,882	2,543

Podľa ukazovateľa Z-score som zistila, že finančná situácia podniku v roku 1999 bola kritická, hrozil bankrot spoločnosti, tento výsledok bol spôsobený hlavne vykázaným záporným hospodárskym výsledkom. V ďalšom sledovanom období sa situácia podniku z roka na rok zlepšovala.

Index IN95, IN99 a IN01

$$IN = V1 \cdot A + V2 \cdot B + V3 \cdot C + V4 \cdot D + V5 \cdot E - V6 \cdot F \quad (2)$$

- A- aktíva / cudzí kapitál
- B- EBIT / nákladové úroky
- C- EBIT / celkové aktíva
- D- Tržby / celkové aktíva
- E- Obežné aktíva / krátkodobé záväzky
- F- Záväzky po dobe splatnosti / tržby

V1 až V6 sú váhy jednotlivých ukazovateľov.

Koeficienty váh jednotlivých ukazovateľov u indexu IN95 V1=0,22 , V2=0,11 , V3=5,87, V4=0,38 , V5=0,1 , V6=43,01.

Koeficienty váh jednotlivých ukazovateľov u indexu IN99 V1=-0,017, V3=4,573, V4=0,481, V5=0,015.

Koeficienty váh jednotlivých ukazovateľov u indexu IN01 V1=0,13 , V2=0,04 , V3=3,92, V4=0,21 , V5=0,09.

Tab. 9. Index IN95, IN99, IN01 za obdobia 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]

Roky	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Index IN95	-2,20	-0,37	-0,15	0,70	1,96	0,68
Index IN99	0,50	0,92	1,08	1,05	1,28	0,91
Index IN01	0,51	0,84	0,99	1,04	1,37	0,87

Výsledok **IN95** väčší ako 2 predstavuje podnik s dobrým finančným zdravím. Podnik s hodnotou pohybujúcou sa medzi 1 a 2 nie je „ani zdravý ani chorý“, tzn. jedná sa o podnik, ktorý by mohol mať problémy. Pokiaľ je index IN menší ako 1 znamená to, že ide o podnik so zlým finančným zdravím.

Z pohľadu indexu IN95 sa podnik v roku 2003 dostal do kategórie „ani zdravý ani chorý“. V ostatných rokoch sa hodnota pohybovala pod hranicou 1, takže podnik má zlé finančné zdravie.

Škály výsledkov indexu **IN99** sú zobrazené v tabuľke (Tab. 10):

Tab. 10. Škály indexu IN99 [21]

IN99 > 2,07	Firma má kladnú hodnotu ekonomického zisku. Vlastníci svoje peniaze zhodnotili lepšie akoby ich vložili inde, pri rovnakom zisku.		
0,684 < IN99 < 2,07	Firma sa nachádza v šedej zóne. Zóna je rozdelená do troch pásiem:		
	2,07 > IN99 > 1,420 firma nie je na tom zle	1,420 > IN99 > 1,089 situácia je nerozhodná	1,089 > IN99 > 0,684 prevažujú problémy
IN99 < 0,684	Firma dosahuje zápornej hodnoty ekonomického zisku.		

Podľa indexu IN99 patril podnik v sledovanom období (okrem roku 1999) do šedej zóny a do pásma, kde prevažujú problémy. Len v roku 2003 patril do zóny, kde je situácia nerozhodná. Na základe vyššie uvedeného je možné konštatovať, že podnik netvorí ekonomickú pridanú hodnotu a jeho situácia nie je najlepšia.

Index **IN01** väčší ako 1,77 znamená, že podnik tvorí hodnotu, hodnota indexu IN01 menšia ako 0,75 znamená, že podnik smeruje ku bankrotu. Medzi hodnotami 1,77 a 0,75 je šedá zóna.

Podnik aj podľa tohto indexu IN01 patrí do šedej zóny (výnimkou je opäť rok 1999).

Je treba zdôrazniť, že tieto bonitné a bankrotné indikátory majú len určitý orientačný charakter a nie sú schopné nahradiť podrobnú finančnú analýzu, z ktorej sa dajú lepšie vyvodiť závery a doporučenia.

3.2 Kritika tradičných ukazovateľov

Tradičné ukazovatele vykazujú však určité nevýhody. Účtovný výsledok a z neho odvodené ukazovatele rentability nedostatočne korelujú s tvorbou akcionárskej hodnoty – inak povedané – nie je zaručené, že vyšší hospodársky výsledok bude mať za následok vyššiu hodnotu akcií na kapitálovom trhu.[8]

Kritika tradičných ukazovateľov sa týka spôsobu obsahového vymedzenia kvantifikácie jednotlivých zložiek ukazovateľa, tj. hospodárskeho výsledku a kapitálu, a aj ukazovateľa samotného.

Hospodársky výsledok

Kritické námietky voči hospodárskemu výsledku využívaného v ukazovateľoch sa týkajú hlavne nasledujúcich skutočností:

- Hospodársky výsledok nezahrňuje spotrebu niektorých zdrojov a niektoré výnosy, ktoré vstupujú do podnikateľského procesu, ale nie sú z rôznych príčiny zachytené (napr. nie sú vo vlastníctve podniku – napr. leasing, nie sú spoľahlivo oceniteľné, nie sú uznané externým subjektom).
- Hospodársky výsledok obsahuje výnosy a náklady, ktoré sú vyvolané činnosťami, ktoré nie sú dôsledkom realizácie podnikateľského zámeru, ale predstavujú spôsob alokácie voľného podnikového kapitálu (finančné investície), ktorý nebol využitý v podnikateľskom procese.
- Hospodársky výsledok obsahuje výnosy a náklady spojené s mimoriadnou činnosťou, tj. skutočnosťami, ktoré nie sú ani dôsledkom zámerných aktivít podniku ani pôsobením trhových síl a nebudú sa pravidelne opakovať.
- Alokácia znižovania, resp. zvyšovania ekonomického prospechu (teda uznanie nákladov a výnosov) do jednotlivých období je v mnohých prípadoch závislá na zvolenej účtovnej metodike a nie na skutočných vstupoch a výstupoch podnikateľského procesu v danom období. O voľbe účtovných metód pritom často rozhodujú manažéri podniku, ktorých ciele môžu byť odlišné od cieľov vlastníkov.

- Pri alokácii spotreby zdrojov do jednotlivých období nie je rešpektovaný **faktor času**.
- Hospodársky výsledok neobsahuje **alternatívne náklady kapitálu** vloženého vlastníckmi do podniku.
- V hospodárskom výsledku nie je vyjadrené **riziko**, ktoré je spojené s alokáciou kapitálu.[18]

Vymedzenie kapitálu, resp. aktív podniku

Námietky voči vymedzeniu kapitálu podniku a jeho štruktúry, príp.vymedzenie aktív pre účely zistenia ukazovateľov rentability sa týkajú nasledujúcich skutočností:

- Niektoré aktíva, resp. zdroje ich krytia sú využívané v podnikateľskom procese a pritom nie sú v ukazovateli zahrnuté z rôznych príčin:
 - hmotné aktíva, ktoré nie sú vo vlastníctve podniku – majetok v leasingu, zásoby prijaté k spracovaniu a ďalšie,
 - aktíva, ktoré sú v osobnom vlastníctve podnikateľa alebo zamestnancov,
 - nehmotné aktíva, ktoré nie sú zahrnuté, pretože ich prínos buď nie je vysoko pravdepodobný alebo spoľahlivo oceníteľný a pod., jedná sa o – prospech, ktorý podniku vzniká v dôsledku synergických efektov väzieb medzi prvkami podniku a v dôsledku vlastníctva ľudského kapitálu, prospech, ktorý podniku prinášajú naviazané vzťahy s ostatnými ekonomickými subjektami v okolí podniku, hlavne s odberateľmi a dodávateľmi.
- Do ukazovateľov sú zahrnuté aktíva, resp. zdroje ich krytia bez ohľadu na to, či sú využívané v hlavnom podnikateľskom procese alebo či sú druhotne alokované.
- Vyjadrenie zostatkovej ceny aktív je závislé na zvolenej účtovnej metodike alokácie spotreby zdrojov do jednotlivých období.
- Zaradenie niektorých položiek do štruktúry kapitálu je závislé na zvolenej metodike – napr. vykázanie rezerv.[18]

Konštrukcia ukazovateľov rentability

K spôsobu konštrukcie samotných ukazovateľov rentability je možné uviesť nasledujúce námietky:

- Ukazovatele rentability sú pomerové ukazovatele:
 - k ich využitiu pri hodnotení prínosov činností podniku k naplneniu cieľov vlastníkov je potrebné porovnať ich s žiaducími hodnotami, samostatne nie sú kritériom prínosu.
 - súčasná hodnota ukazovateľa nie je zrovnávacím kritériom pre prírastkové hodnoty.
- Pri rentabilite vlastného kapitálu (ROE) povedie zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu (v prípade kladného pôsobenia finančnej páky) vždy k zlepšovaniu hodnoty kritéria, aj v prípade, že tieto zmeny v kapitálovej štruktúre nie sú pre vlastníka žiaduce, pretože dochádza k nárastu rizika.
- Ukazovatele rentability sú zamerané na hodnotenie prínosov minulého obdobia a nezohľadňujú budúce prínosy podnikateľského procesu. Pritom v centre záujmu vlastníka je hlavne budúce zvyšovanie hodnoty podniku.[18]

Za nedostatok „účtovných“ ukazovateľov sú považované hlavne tieto skutočnosti:

- možnosť ovplyvňovať výšku vykázaného zisku pomocou legálnych účtovných postupov, a to veľmi výrazne,
 - účtovné ukazovatele nezohľadňujú časovú hodnotu peňazí a predovšetkým riziko.
- [8]

K hľadaniu budúcej úspešnosti spoločnosti, nie je už ale význam merania výkonnosti, založeného len na tradičných metódach finančnej analýzy, tak jednoznačný. Rozdiely trhových a finančných ukazovateľov v časovej postupnosti narastajú, väzba medzi tradičnými ukazovateľmi finančnej výkonnosti a trhovou hodnotou spoločnosti sa oslabuje. Najväčší problém, ktorý pri finančnej analýze registrujem je nedokonalosť metodiky účtovníctva. Interpretácia výsledkov finančnej analýzy negatívne ovplyvňujú napr.:

- Rozdiely v prijatej účtovnej politike, ako sú:
 - Prijaté spôsoby účtovania účtovných odpisov.
 - Spôsob zaradzovania drobného hmotného majetku.
 - Prijaté spôsoby oceňovania zásob.
- Rozdiely v aplikácii všeobecne uznávaných účtovných zásad:

- o Tiché rezervy.
 - o Vykazovanie prechodných položiek.
- Rozdiely metodické:
 - o Možnosť ovplyvňovať výšku vykázaného zisku pomocou legálnych účtovných postupov.

Tieto nedostatky vedú k zavádzaniu moderných prístupov, snažiacich sa priblížiť vstupné údaje z účtovníctva ich reálnym hodnotám na základe konštrukcií hodnotových ukazovateľov. [24]

3.3 Moderné ukazovatele založené na hodnotovom riadení

Moderné prístupy hodnotového riadenia sa snažia o prepojenie všetkých činností v podniku aj ľudí zúčastňujúcich sa podnikových procesov a to jedným zastrešujúcim kritériom – robiť všetko pre to, aby bola zvýšená hodnota vložených prostriedkov vlastníckmi podniku.

3.3.1 Ekonomická pridaná hodnota

Pojem ekonomická pridaná hodnota (angl. Economic Value Added – EVA) sa stále viac presadzuje hlavne v ekonomickej praxi podniku.

Hlavné podnety vyšli zo Spojených štátov začiatkom deväťdesiatych rokov, kedy poradenská firma Stern, Stewart & Co. spracovala a v roku 1991 publikovala svoj koncept Economic Value Added ako nástroj k riadeniu a oceňovaniu podnikov. Stewart definoval EVA ako „operating profits less the cost of all capital employed to produce those earnings“, tj. ako operatívny zisk znížený o náklady na kapitál použitý k produkcii tohto zisku.

Myšlienkovým základom tohto kritéria je maximalizácia zisku firmy. Nerozumie sa ním však zisk účtovný (rozdiel výnosy – náklady), ale zisk ekonomický. Rozdiel ekonomického zisku oproti zisku účtovnému spočíva v tom, že ekonomický zisk je rozdielom medzi výnosami a ekonomickými nákladami, tj. nákladami, ktoré okrem účtovných nákladov zahŕňujú aj tzv. oportunitné náklady. Oportunitné náklady (náklady ušlých príležitostí) predstavujú peňažné čiastky, ktoré boli stratené tým, že zdroje (práca, kapitál) neboli vynaložené na najlepšie alternatívne použitie. V praxi sú oportunitné

náklady predovšetkým úroky z vlastného kapitálu podnikateľa vrátane odmeny za riziko. Schématicky to môžeme zachytiť takto:

$$\text{Účtovný zisk} = \text{výnosy} - \text{účtovné náklady}$$

$$\text{Ekonomický zisk} = \text{celkový výnos kapitálu} - \text{náklady na kapitál}$$

Z toho vyplýva, že ekonomický zisk vzniká až vtedy, keď svojím rozsahom prevýši normálny zisk odvodený z priemerných nákladov kapitálu vynaložených veriteľmi (úroky) a aj vlastníkmi (predstavujú oportunitné náklady).

Z tohoto poňatia zisku vznikol ukazovateľ EVA. Ten v podstate za novo vytvorenú hodnotu považuje ekonomický zisk (Obr. 9).



Obr. 9. Schéma konštrukcie ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty[24]

„Objavenie“ ukazovateľa ekonomických ziskov v podobe EVA bolo vyvolané potrebou nájsť ekonomický ukazovateľ, ktorý by:

- vykazoval čo najužšiu väzbu na hodnotu akcií (shareholders value). Táto väzba by mala byť preukázateľná štatistickými prepočtami,
- umožňoval by využiť čo najviac informácií a údajov poskytovaných účtovníctvom vrátane ukazovateľov, ktoré sú na účtovných údajoch postavené. Tento požiadavok smeruje jednak ku zníženiu pracnosti prepočtu a jednak ku zvýšeniu komunikatívnosti s doterajšou praxou,
- prekonával doterajšie námietky proti účtovným ukazovateľom postihujúcim finančnú efektívnosť, predovšetkým je potrebné, aby zahŕňal kalkuláciu rizika,
- umožňoval hodnotenie výkonnosti a zároveň aj ocenenie podnikov.

Uvedeným požiadavkám vyhovujú práve ukazovatele postavené na koncepcii ekonomických ziskov, predovšetkým ukazovateľ EVA. [8]

Oproti kritériám založeným na rentabilite kapitálu vykazuje EVA tieto zásadné odlišnosti:

- EVA vychádza zo zisku v ekonomickom poňatí, tzn. zahrňuje tiež alternatívne náklady investovaného vlastného kapitálu,
- EVA zahrňuje len výnosy a náklady, ktoré sú spojené s hlavnou podnikateľskou činnosťou a nezahrňuje výnosy a náklady spojené s mimoriadnymi udalosťami alebo neštandardnými aktívami,
- EVA uvažuje pri výpočte nákladov kapitálu len kapitál, ktorý je viazaný v aktívach využívaných v hlavnej podnikateľskej činnosti, a to len kapitál investorov, ktorí očakávajú výnos z jeho alokácie do podniku,

EVA je absolútny ukazovateľ, tzn. je samostatne využiteľným kritériom pre hodnotenie výkonnosti.[18]

EVA – nástroj na meranie výkonnosti podniku

Základná podoba vzorca pre výpočet EVA je:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC \quad (3)$$

kde: NOPAT – zisk z operatívnej činnosti podniku (net operating profit after taxes)

Capital – kapitál vážený v aktívach, ktoré slúžia operatívnej činnosti podniku

WACC – priemerné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)

Ak je EVA kladná, bola vytvorená nová hodnota a naopak ak je EVA záporná, dochádza k úbytku hodnoty pre majiteľa.

Na výpočet EVA potrebujeme vedieť vyčíslieť NOPAT, výšku vloženého kapitálu (Capital) a náklady na kapitál (WACC).

1. NOPAT – je operatívny hospodársky výsledok po odpočítaní upravených daní. NOPAT je síce prevádzkový výsledok hospodárenia po dani, nie je však možné stotožniť ho s prevádzkovým hospodárskym výsledkom podľa českých účtovných predpisov.
2. Vložený kapitál (Capital) – je chápaný ako hodnota viazaná v aktívach nutných na dosiahnutie operatívneho zisku, ktorú označujeme ako čisté operatívne aktíva – NOA (net operating assets). Vymedzenie operatívnych aktív môže byť rôzne, závisí na povahe podnikateľskej činnosti podniku. Je však treba venovať pozornosť

zachovaniu väzby medzi operatívnymi aktívami NOA a hospodárskym výsledkom z operatívnej činnosti NOPAT.

3. Náklady na kapitál (WACC) – vážené priemerné hodnoty nákladov sú dané vzťahom[8]:

$$WACC = n_{CK} \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK} \cdot \frac{VK}{K} \quad (4)$$

kde: WACC – vážená priemerná hodnota nákladov kapitálu

CK – trhová hodnota úročeného cudzieho kapitálu

n_{CK} – náklady na cudzí kapitál

VK – trhová hodnota vlastného kapitálu

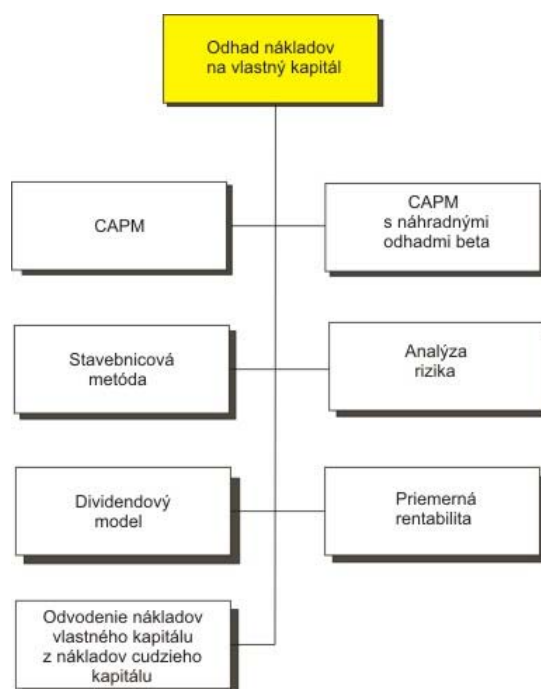
n_{VK} – náklady na vlastný kapitál

K – trhová hodnota celkového kapitálu.

Náklady na vlastný kapitál

Dôležitou súčasťou výpočtu EVA je výpočet nákladov na vlastný kapitál. Náklady na vlastný kapitál môžeme stanoviť viacerými metódami. Problémom je, že každá metóda má svoje obmedzenia. Autori EVA doporučujú na výpočet napríklad metódu CAPM, ktorá je založená na kapitálovom trhu, takže je prakticky u nás nepoužiteľná, pretože na našom kapitálovom trhu obchoduje s akciami len málo podnikov.

Prehľad možných prístupov výpočtu nákladov na vlastný kapitál je uvedený na nasledujúcom obrázku (Obr. 10). Podrobnejší rozbor jednotlivých metód je nad rámec tejto práce, môžeme ich však nájsť v literatúre, napr. Mařík.[7]



Obr. 10: Metódy výpočtu nákladov na vlastný kapitál[6]

Každý prístup uprednostňuje určitý pohľad na riziko podniku. Pri výpočte je možné použiť aj vážený priemer jednotlivých metód, kde váhu stanovíme podľa vhodnosti danej metódy pri výpočte nákladov na kapitál v konkrétnom podniku.

Náklady na cudzí kapitál

Náklady na cudzí kapitál sú dané vzťahom:

$$n_{CK} = i \cdot (1 - t) \quad (5)$$

kde: i – úrok z úveru v %

t – daňová sadzba

Náklady na cudzí kapitál sú znížené o pôsobenie, tzv. daňového štítu. Náklady na cudzí kapitál sú nižšie než náklady na vlastný kapitál. [8]

V literatúre sa môžeme stretnúť aj s iným výpočtom EVA, ktorí vymysleli manželia Neumaierovci s názvom INFA, ktorý používa pre výpočet aj Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR:

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK \quad (6)$$

kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu

VK – vlastní kapitál

r_e – náklady na vlastní kapitál.

Prístup modelu INFA obsahuje aj vlastný výpočet nákladov na vlastný kapitál, tzv. stavebnicovou metódou. [15]

Z uvedeného vzorca vyplýva, že EVA je podľa metodiky INFA založená len na účtovných dátach, na rozdiel od pôvodného prístupu, ktorý vychádzal z ekonomických údajov. Mařík (2003) uvádza, že použitie účtovných dát miesto ekonomických vedie k tomu, že ukazovateľ EVA by trpel niektorými nedostatkami ako klastické ukazovatele rentability a tým by zmizli jeho hlavné prednosti.[7]

3.3.2 Výpočet EVA v podniku XY, a.s. - klasická podoba

V klasickom modele výpočtu EVA je potrebné previesť konverziu účtovného modelu (t.j. zobrazenie hospodárskej situácie v účtovníctve) na model ekonomický (t.j. také zobrazenie ekonomickej reality, ktoré sa blíži pohľadu kapitálového trhu).

A. Vymedzenie Capital (NOA)

Východiskom pre výpočet NOA je rozvaha. Je potrebné:

a, z aktív vyčleniť neoperatívne aktíva

b, aktivovať položky, ktoré nie sú v aktívach vykazované

c, aktíva znížiť o neúročený cudzí kapitál.

Tab. 11. Aktíva [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Aktíva v súvahe	413 934,00	387 403,00	362 759,00	360 305,00	388 052,00	417 810,00

Ad a, Problém je určiť, ktoré aktíva majú operatívny charakter a sú nevyhnutné pre základnú činnosť podniku. Je potrebné zvážiť nasledujúce položky:

1. Finančný majetok

Finančný majetok je potrebné vylúčiť v prípade, že má charakter strategickej rezervy alebo v prípade, že dosahuje vyššie čiastky než je z hľadiska prevádzky nutné. Prevádzkovo nevyhnutnú úroveň peňažných prostriedkov je možné odhadnúť napríklad absolútnou čiastkou či pomocou žiaducej úrovne pomerového ukazovateľa peňažnej likvidity.

Tab. 12. Okamžitá likvidita [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Okamžitá likvidita	0,052	0,057	0,058	0,127	0,206	0,28

Tab. 13. Nutný finančný majetok [Zdroj: vlastný]

Prepočítaná hodnota na max. hodnotu 0,5						
Nutný finančný majetok	101 009,50	111 324,00	92 204,50	82 073,00	82 281,50	82 457,00
Výška finanč. majetku v súvahe	10 450,00	12 642,00	10 691,00	20 798,00	33 957,00	25 403,00
Rozdiel	-90 559,50	-98 682,00	-81 513,50	-61 275,00	-48 324,50	-57 054,00

Kedže rozdiel medzi nutným finančným majetkom a finančným majetkom podniku XY, a. s. v rozvahe je záporné číslo, nebude potrebné tento rozdiel vyčleňovať z NOA, pretože podnik ku svojej činnosti využíva menej finančného majetku ako je hodnota nutného finančného majetku.

2. Finančné investície

Kritériom pre rozhodovanie by mal byť účel týchto finančných investícií a charakter spojenia medzi podnikmi, ktoré sa prostredníctvom týchto investícií vytvorilo. Pokiaľ majú investície portfóliový charakter, mali by sa z NOA vyčleniť. Naopak pokiaľ došlo k prepojeniu medzi hlavnou činnosťou analyzovanej spoločnosti a spoločnosťami, do ktorých bolo investované, potom je treba túto investíciu v NOA ponechať.

V prípade spoločnosti XY, a.s. majú finančné investície portfóliový charakter, preto by mali byť z NOA vyčlenené.

Tab. 14. Finančné investície [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Finančné investície	65 350,00	32 000,00	30 000,00	30 000,00	30 000,00	30 000,00

Hodnotu finančných investícií budem od aktív odpočítavať.

3. Nedokončené investície

Tento majetok je obvykle prevádzkovo potrebný. Nie je však k dispozícii pre tvorbu súčasného HV, mal by byť z NOA vyčlenený.

Tab. 15. Nedokončené investície [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Nedokončené investície	3 562,00	4 197,00	2 772,00	3 174,00	3 542,00	4 080,00

Hodnotu nedokončených investíciách odpočítam od aktív.

4. Iné aktíva nepotrebné k operatívnej činnosti

Jedná sa o nevyužívané či prenajaté pozemky a budovy. V našom prípade podnik takéto aktíva nevlastní, preto hodnotu aktív nie je potrebné meniť.

Ad b. aktivácia položiek

- 1. Finančný leasing** – toto aktívum sa do NOA započítava v tržnej hodnote. Podnik však finančný leasing nevyužíva.
- 2. Oceňovacie rozdiely u obežných aktív, Oceňovacie rozdiely u dlhodobého majetku, Aktivácia nákladov s dlhodobými predpokladanými účinkami, Goodwill** – neboli zistené, preto ich nebudem aktivovať.
- 3. Tiché rezervy** (vytvorené úmyselne) – pokiaľ vedenie podniku úmyselne znižuje hodnotu aktív alebo vytvára nadbytočné rezervy, je treba ich zaradiť formou ekvivalentov VK k vlastnému kapitálu. V podniku sú tvorené rezervy, preto ich budem od hodnoty aktív odčítat.

Tab. 16. Rezervy [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Rezervy	0,00	0,00	1 061,00	0,00	4 068,00	7 659,00

Ad c. krátkodobé, explicitne neúročené záväzky

Tab. 17. Krátkodobé, explicitne neúročené závazky [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Krátkodobé závazky	144 958,00	138 179,00	106 765,00	89 146,00	80 732,00	89 914,00
Pasívne položky čas. rozlíšenia	3 371,00	9 343,00	5 879,00	5 879,00	8 973,00	5807
Iné dlhodobé záväzky (neúročené)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0

Výpočet NOA

Tab. 18. NOA [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
NOA	196 693,00	203 684,00	216 282,00	232 106,00	260 737,00	280 350,00

B. Vymedzenie NOPAT

Najdôležitejšou zásadou pre určenie NOPAT je dosiahnutie symetrie medzi NOA a NOPAT. Ak sú určité činnosti a im odpovedajúce aktíva zaradené do NOA, je nutné ich náklady a výnosy zaradiť do výpočtu NOPAT.

Budem vychádzať z hospodárskeho výsledku z bežnej činnosti a prevediem nasledujúce operácie:

Tab. 19. Zisk z bežnej činnosti [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Zisk z bežnej činnosti	-16 810,00	3 657,00	13 719,00	13 841,00	27 779,00	2 307,00

1. vylúčim z finančných nákladov **platené úroky** (pričítame ich späť k HV),

Tab. 20. Nákladové úroky [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Nákladové úroky	18 649,00	17 622,00	16 648,00	11 496,00	6 709,00	5 145,00

2. vylúčim **mimoriadne položky**, napríklad položky, ktoré sa so svojou výškou nebudú opakovať (odstupné pre väčší počet zamestnancov, predaj dlhodobého majetku ich vplyv na náklady a výnosy, rozpustenie nevyužitých rezerv a z toho plynúce výnosy, mimoriadne odpisy majetku atď.),

3. do NOPAT je treba započítat' aj **vplyv zmien vlastného kapitálu**,
4. vo väzbe na prevádzkovo finančný majetok rozhodnúť, v akej miere je žiaduce odpovedajúce finančné výnosy a náklady v NOPAT ponechať,
5. **úprava daní** – najpresnejší výsledok sa získa, ak budem vychádzať zo splatnej dane pre daný rok a tú znížim alebo zvýšim o daňovú povinnosť z výnosov a daňové úspory z nákladov, o ktoré sa NOPAT líši v porovnaní s hospodárskym výsledkom za účtovné obdobie z výsledovky.

Tab. 21. NOPAT [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
HV pred zdanením	-16 785,00	1 087,00	6 992,00	12 440,00	31 017,00	3 367,00
Upravený HV z bežnej činnosti pred zdanením (NOPBT- Net operating profit before Taxes)	1 839,00	21 279,00	30 367,00	25 337,00	34 488,00	7 452,00
Rozdiel NOPBT – HV pred zdanením	18 624,00	20 192,00	23 375,00	12 897,00	3 471,00	4 085,00
Pôvodne platená daň	0,00	0,00	-3 443,00	-710,00	1 619,00	530,00
Dodatočne platená daň	570,09	6 596,49	9 413,77	7 854,47	1 796,14	1 172,65
Daň celkom	570,09	6 596,49	5 970,77	7 144,47	3 415,14	1 702,65
NOPAT (NOPBT – daň celkom)	1 268,91	14 682,51	24 396,23	18 192,53	31 072,86	5 749,35

C, WACC

WACC boli použité zo stavebnicovej metódy

Tab. 22. WACC [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
WACC	31,67%	16,21%	13,88%	11,25%	8,36%	13,18%

Výpočet EVA – použitie stavebnicovej metódy výpočtu WACC

Tab. 23. EVA1 [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
EVA 1	-61 023,76	-18 334,67	-5 623,71	-7 919,40	9 275,25	-31 200,78

Najnáročnejšie pri výpočte ukazovateľa EVA je výpočet WACC a z nich nákladov na vlastný kapitál. Náklady na vlastný kapitál sa dajú počítať rôznymi metódami - metóda CAPM – beta odvetvie, vlastný odhad beta, priemerná rentabilita odvetvia, odvodenie z nákladov na cudzí kapitál, analýza rizika, metóda INFA. Výpočet je uvedený v prílohe PI. V nasledujúcom výpočte sú vypočítané náklady na vlastný kapitál ako priemer vymenovaných metód.

Tab. 24. WACC – priemer metód [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Náklad na cudzí kapitál	13,80%	5,52%	4,14%	2,76%	0,48%	2,76%
Náklady vlastného kapitálu	26,26%	19,56%	16,04%	13,88%	13,80%	16,99%
Vlastný kapitál	156 297,00	157 197,00	167 946,00	180 780,00	210 160,00	212 582,00
Cudzí úročený kapitál	65 647,00	84 469,00	76 934,00	84 500,00	82 500,00	105 422,00
WACC	12,10%	9,14%	8,31%	7,61%	7,58%	9,34%

Výpočet EVA – použitie výpočtu vlastných nákladov ako priemer rôznych metód

Tab. 25. EVA 2 [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
EVA 2	-22 538,98	-3 938,32	6 433,99	530,28	11 315,15	-20 433,93

Ekonomická pridaná hodnota je podľa stavebnicovej metódy výpočtu WACC záporná v rokoch 1999 – 2002 a v roku 2004, tzn. že podnik svojou činnosťou znižoval hodnotu pre svojich vlastníkov. Avšak v roku 2003 podnik vykázal kladnú ekonomickú pridanú hodnotu, takže tvoril hodnotu pre svojich vlastníkov.

Pri použití nákladov na vlastný kapitál, ktoré sú súčasťou WACC, vypočítaných ako priemer viacerých metód sú výsledky odlišné. EVA dosahuje kladné hodnoty aj v rokoch 2001 a 2002, takže podnik tvoril v období 2001 – 2003 hodnotu pre svojich majiteľov.

Z predchádzajúceho porovnania je zrejmé, že aj zvolená metóda výpočtu vlastných nákladov na kapitál môže zásadným spôsobom ovplyvniť výsledok EVA. Preto je pre každého analytika dôležitá zvoliť najlepší spôsob výpočtu podľa potrieb konkrétneho podniku.

3.3.3 Výpočet EVA v podniku XY, a.s. - model INFA

Podľa manželov Neumaierovcov má výpočet EVA tvar[8]:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (6)$$

Kde r_e je náklad na vlastný kapitál, ktorý sa vypočíta:

$$r_e = \frac{WACC * \frac{\dot{U}Z}{A} - (1-t) * \frac{\dot{U}}{B\dot{U} + \text{obligácie}} * \left(\frac{\dot{U}Z}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad (7)$$

$\dot{U}Z = \text{úplatné zdroje} = (VK + \text{Bankové úvery} + \text{Obligácie})$

$\dot{U}/(B\dot{U} + \text{obligácie}) = \text{úroková miera}$

Výpočet WACC stavebnicovou metódou má tvar:

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{pod} + r_{FinStab} \quad (8)$$

Tab. 26. EVA 3 – model INFA [Zdroj: vlastný]

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
r_f – bezriziková prirážka	7,60%	6,50%	6,30%	5,10%	4,00%	4,80%
r_{LA} – prirážka za likvidnosť akcií	4,58%	4,52%	4,51%	4,45%	4,36%	4,62%
$r_{obch.}$ – rizik. prirážka za obch. riziko	9,49%	3,95%	3,07%	1,70%	0,00%	3,71%
$r_{FinStab}$ – rizik. prirážka z rizika fin. stability	10,00%	1,24%	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%
r_{FinStr} – rizik. prirážka za riziko z fin. štruktúry	10,00%	9,39%	6,24%	2,11%	0,00%	4,54%
WACC	31,67%	16,21%	13,88%	11,25%	8,36%	13,18%
r_e	35,50%	17,19%	13,40%	11,56%	9,22%	17,37%
ROE	-10,74%	0,69%	6,21%	7,27%	13,99%	1,33%
VK (v tis. Sk)	156 297,00	157 197,00	167 946,00	180 780,00	210 160,00	212 582,00
EVA 3 = (ROE – r_e) * VK , (v tis. Kč)	-72 270,63	-25 927,88	-12 067,22	-7 757,01	10 023,76	-34 085,88
(ROE – r_e)	-46,24%	-16,49%	-7,19%	-4,29%	4,77%	-16,03%

Hodnota ROE je v období rokov 1999 – 2002 a v roku 2004 nižšia ako hodnota alternatívneho nákladu na kapitál, preto EVA v sledovanom období vyšla v záporných hodnotách. Akciová spoločnosť XY podľa tohto ukazovateľa netvorí hodnotu pre majiteľa. Spoločnosť prináša hodnotu majiteľovi len v roku 2003 hospodárenia podniku, kedy je EVA kladná.

Tab. 27. Rozdelenie podnikov podľa hodnoty EVA [17]

I. kategória	podniky s tvorbou ekonomickej pridanej hodnoty - ROE je väčšia ako alternatívny náklad na celkový kapitál (r_e).
II. kategória	podniky, kde ROE je väčšia ako výnos bezrizikového aktíva (r_f), ale menšia ako alternatívny náklad na kapitál (r_e).
III. kategória	podniky, kde ROE je kladná, ale menšia ako výnos bezrizikového aktíva (r_f).
IV. kategória	stratové podniky, podniky so záporným vlastným kapitálom

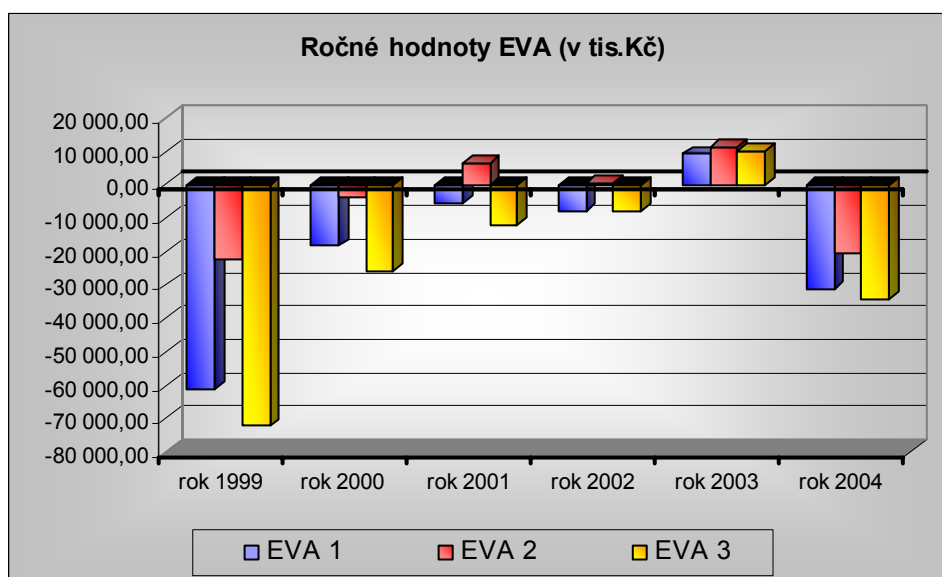
Podniky, podľa prepočítanej ekonomickej hodnoty je možné roztriediť do štyroch kategórií. V období rokov 1999 – 2001 a v roku 2004 môžeme podnik zaradiť do III. kategórie, v roku 2002 zaraďujem podnik podľa vypočítaného ukazovateľa EVA do II. kategórie, pretože aj keď je EVA záporné, ROE je väčšie ako výnos bezrizikového aktíva (r_f). A v roku 2003 patrí podnik do I. kategórie, pretože jeho ekonomická pridaná hodnota je kladná.

V tabuľke (Tab. 28) sú porovnané rôzne výpočty EVA uvedené v predošlom texte:

Tab. 28. Porovnanie rôznych metod výpočtu EVA

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
EVA 1 - klasický prístup	-89 133,87	-27 734,53	-7 524,02	-6 958,36	7 031,46	-38 636,85
EVA 2	-32 930,29	-6 363,36	9 078,06	3 721,99	9 449,43	-25 678,84
EVA 3 - INFA	-72 270,63	-25 927,88	-12 067,22	-7 757,01	10 023,76	-34 085,88

EVA 1 je vypočítaná klasickým prístupom s použitím nákladov na vlastný kapitál vypočítanými stavebnicovou metódou. EVA 2 je vypočítaná tiež klasickým spôsobom, ale náklady na vlastný kapitál sú počítané ako priemer už spomínaných metód. EVA 3 je vypočítaná pomocou modelu INFA. Výsledky ukazujú, že použitá metóda výpočtu EVA a nákladov na vlastný kapitál, ktoré sú súčasťou WACC môžu ovplyvniť výsledok výpočtu, výsledky sú zobrazené v grafe (Obr. 11).



Obr. 11. Hodnoty EVA v období od 1999 -2004. [Zdroj - vlastný]

Identifikácia významných skutočností, ktoré by mohli prispieť k tvorbe ekonomickej pridanej hodnoty v analyzovanom podniku

Pri identifikácii významných vplyvov na ekonomickú pridanú hodnotu je vhodný rozklad ukazovateľa EVA. Po prevedení rozkladu vrcholového ukazovateľa EVA je vhodné vyčíslieť vplyvy jednotlivých čiastkových ukazovateľov na EVA.

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (6)$$

Všeobecne pri vplyvoch sú podstatné tieto údaje: o aký ukazovateľ sa jedná, vyčíslenie jeho hodnoty v bežnom a minulom období a jeho vplyvu na vrcholový ukazovateľ EVA. Inak povedané, ako zmena tohto ukazovateľa prispieje k tvorbe hodnoty pre vlastníka.

Ukazovateľ	
2002	2003
vplyv na EVA	
2003	2004
vplyv na EVA	

Rozklad začínam u vrcholového ukazovateľa EVA, kde sledujem jeho ročnú zmenu, ktorá je daná rozdielom medzi hodnotami v rokoch 2002 a 2003, 2003 a 2004. základnými prvkami pôsobiacimi na tvorbu hodnoty **ROE – r_e** (tzv. spread) a **vlastný kapitál**. Spread pôsobí na EVA kladne, to znamená, že s rastom jeho hodnoty sa zvyšuje hodnota EVA. V prípade spoločnosti XY, a.s. došlo k zvýšeniu zápornej hodnoty spreadu v roku 2002 z -

4,29 % na 4,77 % v roku 2003, ale naopak v roku 2004 došlo k výraznému zníženiu spreadu z 4,77 % v roku 2003 na -16,03 %. Pôsobenie vlastného kapitálu nie je tak jednoznačné. Pokiaľ je spread kladný, rast vlastného kapitálu pôsobí kladne na tvorbu hodnoty. Naopak v prípade záporného spreadu, rast VK prispieva záporne k tvorbe hodnoty. Hodnota $ROE - r_e$ je v roku 2003 kladná, takže zvýšenie vlastného kapitálu v roku 2003 malo kladný vplyv na EVA, opačná situácia bola v roku 2004, kde bola hodnota spreadu záporná, vzrast vlastného kapitálu predstavoval v tomto období záporný vplyv na EVA.

Spread tvorí rentabilita vlastného kapitálu – ROE, ktorej nárast kladne pôsobí na tvorbu hodnoty a r_e , ktorého pokles pôsobí pozitívne na EVA. ROE predstavuje výnosnosť pre vlastníka. R_e vyčísluje náklady na vlastný kapitál. Čím väčšia bude rentabilita vlastného kapitálu a nižšie náklady na kapitál, tým väčšia bude hodnota pre vlastníka.

EVA	
-6 958,36	7 031,46
+	
7 031,46	-38 636,85
-	

ROE - r_e	
-4,29%	4,77%
+	
4,77%	-16,03%
-	

ROE	
0,0727	0,1399
+	
0,1399	0,0133
-	

Vlastný kapitál	
180 780	210 160
+	
210 160	212 582
-	

r_e	
11,56%	9,22%
+	
9,22%	17,37%
-	

Obr. 12. Rozklad ukazovateľa EVA [Zdroj: vlastný]

Ukazovateľ ROE je veľmi dôležitý. Základnými prvkami, ktoré ovplyvňujú ROE sú **rentabilita celkových aktív ROA**, ktorej zvýšenie pôsobí kladne na tvorbu hodnoty pre vlastníka.

Miera zdanenia je vyjadrená pomerom čistého zisku a zisku pred zdanením. Tento ukazovateľ je závislý na daňovej sadzbe a podniky majú len obmedzené možnosti, ako ho môžu ovplyvniť. Čím je menšie zdanenie, tým tento ukazovateľ bude väčší a bude

pozitívne pôsobiť na tvorbu hodnoty. Postupné znižovanie dane z príjmu právnických osôb bude v nasledujúcich rokoch pôsobiť kladne na EVA.

Finančná páka je vyjadrená ukazovateľom VK/A – tým je vyjadrený podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále, z ktorého možno odvodiť mieru zadĺženia podniku. Dôležitý je aj vplyv zadĺženia na ROE. Zvýšenie podielu vlastného kapitálu alebo zníženie zadĺženia, môže negatívne ovplyvniť ROE. Pozitívne vplyva úplatný cudzí kapitál, ak je $ROA > \text{úroková sadzba z vypožičaných zdrojov}$, v našom podniku je to v roku 2003, kde je ROA 9,72 % a úroková sadzba 8,13 %. V roku 2002 a 2004 je úroková sadzba vyššia ako ROA.

Ďalšími faktormi ovplyvňujúcimi ROE sú **podiel úplatných cudzích zdrojov na cudzích zdrojoch a priemerná úroková sadzba z cudzích zdrojov**.

Najväčší pozitívny vplyv na ROE v podniku XY, a.s. v roku 2003 malo zvýšenie rentability celkového kapitálu – ROA, ktorá sa zvýšila z 6,56 % na 9,72 %. Pozitívne pôsobilo aj zníženie úrokovej sadzby z 13,6 % na 8,13 % a zníženie podielu úročených cudzích zdrojov z 47,07 % na 46,36 %. Opačná situácia nastala v roku 2004, kde hodnota ukazovateľa ROA klesla z hodnoty 9,72 % na hodnotu len 2,04 %, táto skutočnosť mala v roku 2004 najväčší negatívny vplyv na vývoj ROE, negatívny vplyv malo aj zvýšenie podielu úročených cudzích zdrojov, kde hodnota stúpila z 46,38 % v roku 2003 na 51,37 %.

Niektoré ukazovatele, ako sú napríklad ROA, ukazovateľ finančnej páky, priemerná úroková miera a podiel úročených cudzích zdrojov na cudzí kapitál nepôsobia len na ROE, ale tiež na náklady na vlastný kapitál.

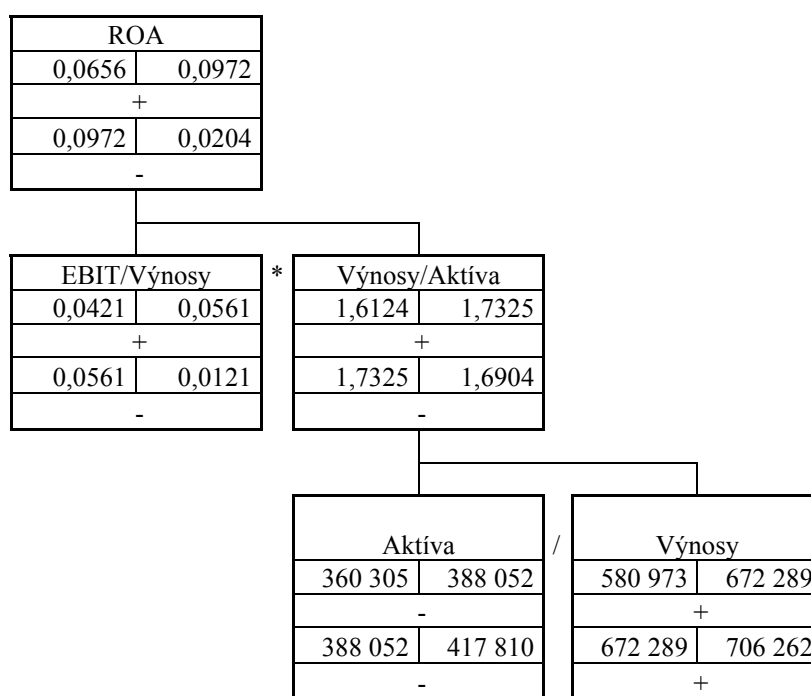
ROE									
0,0727	0,1399								
+									
0,1399	0,0133								
-									
ROA		ČZ/Zisk		VK/A		U / (BU+OBL)		(BU+OBL) / (CZ+Ost.P.)	
0,0656	0,0972	1,0571	0,9478	0,5017	0,5416	0,1360	0,0813	0,4707	0,4638
+		-		-		+		+	
0,0972	0,0204	0,9478	0,8426	0,5416	0,5088	0,0813	0,0488	0,4638	0,5137
-		-		+		+		-	

Obr. 13. Rozklad ROE [Zdroj: vlastný]

Ďalším významným ukazovateľom ovplyvňujúcim ROE je rentabilita celkového kapitálu. Tento ukazovateľ môžeme rozložiť na tzv. **ziskovú maržu**, respektíve rentabilitu výnosov a na **obrat celkových aktív**.

V prípade podniku rast ziskovej marže v roku 2003 z 4,21 % na 5,61 % predstavoval priaznivý vplyv na ROA. Taktiež rast obratu aktív pôsobilo kladne, čo zapríčinilo rast výnosov z 580 973 tis. Kč na 672 289 tis. Kč, ktorý však prevýšil aj rast aktív. Môžeme konštatovať, že všetky tieto ukazovatele pôsobili kladne na rentabilitu celkového kapitálu, čo sa v konečnom dôsledku prejavilo aj na ukazovateli ROA, ktorý zaznamenal rast.

V roku 2004 klesla zisková marža z 5,61 % len na 1,21 %, čo malo nepraznivý vplyv na ROA. Negatívny vplyv mal aj pokles obratu aktív, ktorý zapríčinil vzrast hodnoty aktív z 388 052,- tis. Kč až na 417 810,- tis. Kč, aj keď výnosy v tomto období tiež vzrástli. Všetky tieto ukazovatele v roku 2004 pôsobili na ROA negatívne, a v dôsledku toho, zaznamenal ukazovateľ ROA v roku 2004 pokles.



Obr. 14. Rozklad ROA [Zdroj: vlastný]

Dôležitým prvkom rentability aktív je zisková marža (EBIT/Výnosy), ktorá zaznamenáva v roku 2003 rast. Tento rast je spôsobený všetkými ukazovateľmi, ktoré mali kladný vplyv na ziskovú maržu. Len ukazovateľ Ostatné výnosy a náklady vplývajú negatívne na ukazovateľ EVA. Často sledovaným ukazovateľom býva podiel miezd na výnosoch. Podnik zaznamenal pokles podielu miezd na výnosoch z 19,55 % na 18,1 %.

Aktíva	
360 305	388 052
-	
388 052	417 810
-	

DHM +DNM	
162249	161936
+	
161936	200130
-	

DFM + ost.A	
36146	37890
-	
37890	29019
+	

Zásoby	
57622	63177
-	
63177	70296
-	

Pohľadávky	
83490	95049
-	
95049	88365
+	

Finančný majetok	
20798	33957
-	
33957	25403
+	

Obr. 16. Rozklad Aktíva [Zdroj: vlastný]

Zvýšenie výnosov malo pozitívny dopad na hodnotu EVA. Všetky sledované položky vykázali v sledovanom období značný nárast a tým vplývali pozitívne na rast celkových výnosov.

Výnosy	
580 973	672 289
+	
672 289	706 262
+	

Tržby za tovar	
3 230	5 812
+	
5 812	13 891
+	

Tržby za vl. výrobky	
550 107	659 610
+	
659 610	682 274
+	

Změna stavu zás.+aktiv.	
2 721	11 317
+	
11 317	17 075
+	

Ost.výnosy	
892	2 973
+	
2 973	5 913
+	

Obr. 17. Rozklad Výnosy [Zdroj: vlastný]

Ďalší rozklad sa týka nákladov na vlastný kapitál, ktoré možno spočítať pomocou niekoľkých metód. V tomto prípade bola zvolená stavebnicová metóda, ktorá umožňuje analyzovať faktory pôsobiace na náklady na kapitál. Základom stavebnicovej metódy je bezriziková úroková miera r_f a k nej sa pripočítavajú jednotlivé prirážky na riziko. Pokles bezrizikovej úrokovej miery v roku 2003 z 5,1% na 4,0% znamenal kladný vplyv na EVA, a naopak v roku 2004 vzrast úrokovej miery znamenal negatívny vplyv na EVA.

Medzi prirážky za riziko patrí prirážka za veľkosť podniku r_{LA} , ktorá je závislá na veľkosti vlastného kapitálu, resp. úplatného kapitálu. V podniku XY, a.s. došlo v roku 2003 k nárastu vlastného kapitálu, ktorý ovplyvňuje hodnotu tohto ukazovateľa, ktorý

v konečnom dôsledku pôsobil pozitívne, opačne to bolo v roku 2004, kde tento ukazovateľ stúpol, takže pôsobil negatívne. Výška prirážky za finančnú stabilitu $r_{FinStab}$ je závislá na celkovej likvidite. Keďže podnik dosahuje v sledovanom období hodnoty celkovej likvidity vyššie ako je priemer odvetvia, je táto prirážka vo výške 0 %. Prirážka za finančnú štruktúru r_{FinStr} sa vypočíta ako rozdiel medzi r_e a WACC. V podniku došlo v roku 2003 k zníženiu rozdielu medzi r_e a WACC, čo pôsobí pozitívne na EVA, v roku 2004 došlo k zväčšeniu rozdielu medzi r_e a WACC, čo pôsobí v tomto roku na EVA negatívne. Tento ukazovateľ ovplyvnil hodnotu r_e najvýraznejšie. Prirážka za podnikateľské riziko závisí na produkčnej sile podniku (ROA), ktoré tiež ovplyvňuje ROE. Podnik dosiahol v roku 2003 zlepšenie u prirážky za podnikateľské riziko, pretože mierne nahradil úplatný cudzí kapitál vlastným kapitálom, čo ovplyvnilo EVA pozitívne. Opačne to opäť bolo v roku 2004, kedy prirážka za podnikateľské riziko stúpala a tak negatívne ovplyvnila EVA.

re																	
11,56%	9,22%																
+																	
9,22%	17,37%																
-																	
r _{podnikateľské}		+		r _{finstr}		+		r _{finstab}		+		r _{LA}		+		r _f	
1,70%	0,00%			2,11%	0,00%			0,00%	0,00%			4,45%	4,36%			5,10%	4,00%
+				+				0				+				+	
0,00%	3,71%			0,00%	4,54%			0,00%	0,05%			4,36%	4,62%			4,00%	4,80%
-				-								-				-	
EBIT/Aktíva				EBIT/Úroky				Likvidita celková									
0,0664	0,0972			2,082	5,623			1,816	2,146								
+				-				+									
0,0972	0,0204			5,623	1,654			2,146	2,047								
-				+				-									

Obr. 18. Rozklad r_e [Zdroj: vlastný]

Rozklady nám umožňujú nájsť silné a slabé stránky podniku z pohľadu tvorby hodnoty. Na zvyšovanie hodnoty EVA je nutné rozvíjať silné stránky, tj. tie vplyvy, ktoré najviac prispievajú k tvorbe hodnoty a naopak eliminovať vplyv slabých stránok.

Rozklady sa používajú na lepšie pochopenie vplyvov jednotlivých ukazovateľov na vrcholový ukazovateľ. Rozklad vrcholového ukazovateľa je silný nástroj pre operatívne riadenie. Zmenu vrcholového ukazovateľa možno ťažko merať a riadiť vo veľmi krátkom

časovom úseku, ale jednotlivé ukazovatele je možné operatívne merať a riadiť, čo prispieva k zvyšovaniu hodnoty pre vlastníka

3.3.4 Trhová pridaná hodnota (Market Value Added – MVA)

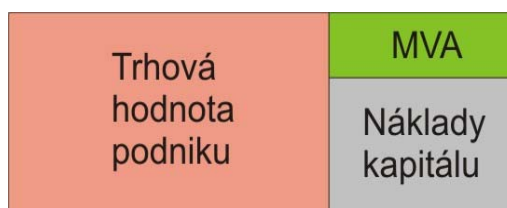
Z ukazateľa EVA dokázali autori tohoto ukazateľa (spoločnosť Stern Stewart & Co.) odvodiť vzťah platný pre hodnotu podniku pridanú trhom – MVA:

$$MVA = \text{celková trhová hodnota podniku} - \text{účtovná hodnota investovaného kapitálu} \quad (9)$$

Pri platnosti predpokladu rovnosti trhovej a účtovnej hodnoty cudzieho úročeného kapitálu je možné MVA vyjadriť aj ako:

$$MVA = \text{trhová hodnota podniku} - \text{účtovná hodnota vlastného kapitálu} \quad (10)$$

Tento postup stanovenia ukazovateľa MVA znázorňuje schématicky obrázok (Obr. 19)



Obr. 19. Schéma konštrukcie ukazovateľa MVA[24]

Vzťah medzi MVA a EVA je vyjadrený vzorcom:

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} \quad (11)$$

Kde:

MVA je hodnota podniku pridaná trhom – Market Value Added;

EVA_i sú hodnoty ekonomickej pridanej hodnoty platné v jednotlivých rokoch posudzovania hodnoty podniku pridanej trhom;

n je uvažovaná doba prepočtu;

WACC sú vážené náklady kapitálu.

Z matematického vyjadrenia vzťahu MVA a EVA vidíme, že maximalizácia EVA je teda rozhodujúca aj pre maximalizáciu ukazovateľa MVA a bohatstva akcionárov.

V porovnaní s ukazovateľom EVA, ktorý meria výkonnosť podniku na základe posudzovania vychádzajúceho z *vnútorných hodnôt* podniku, predstavuje ukazovateľ MVA jeho *skutočnú vonkajšiu (trhovú) výkonnosť*, ktorý zahŕňa pôsobnosť všetkých projektov a meria súčasnú (diskontovanú) pridanú hodnotu podniku na trhu za posudzované obdobie. Tento vzťah vychádza z rovnakých ukazovateľov ako oceňovanie cenných papierov na kapitálovom trhu. [24]

Ako hlavná prednosť tohto kritéria sa javí skutočnosť, že hodnota je uznaná trhom, tj. nehrozí na rozdiel od informácií vykazovaných podnikom jej nežiadúce ovplyvňovanie managementom podniku ani chyba pri odhade budúcich tokov v podniku.

Napriek tomu kritérium vykazuje radu slabých miest:

- je použiteľné len u podnikov, s ktorých cennými papiermi alebo podielmi sa obchoduje na verejných trhoch,
- kritérium neodlišuje zmeny v trhovej hodnote, ktoré sú spôsobené činnosťami podniku a jeho managementu, a zmeny, ktoré sú vyvolané celkovým vývojom ekonomiky, trhu s cennými papiermi alebo špekulatívnymi a inými zámerami subjektov ovplyvňujúcich cenu na trhu. Kritérium nie je teda vhodnou základňou pre hodnotenie úspešnosti podnikového managementu.
- nezohľadňuje ďalšie zmeny hodnoty podniku pre vlastníkov – napr. výplatu dividend, spätný odkup akcií od vlastníka a iné,
- nezohľadňuje očakávanie investorov – nazahrňuje požadovanú výnosnosť investovaného kapitálu,
- nie je transformované za účelom merania výkonnosti na nižšej podnikovej úrovni.[18]

Aplikácia ukazovateľa MVA nie je v podniku XY, a. s. možná, pretože podnik nie je obchodovaný na kapitálovom trhu.

3.3.5 Excess Return

Na vyššie uvedenú kritiku kritéria MVA čiastočne reaguje kritérium Excess Return. Kritérium vyjadruje rozdiel medzi skutočnou a očakávanou hodnotou bohatstva vlastníkov, teda:

$$\text{Excess Return} = \text{actual wealth} - \text{expected wealth} \quad (12)$$

- skutočná hodnota vyjadruje budúcu hodnotu prínosov podniku pre vlastníkov, ktorá je tvorená hlavne budúcou hodnotou vyplatených dividend, odkúpených akcií a trhovou cenou podielu v podniku ku konci sledovaného obdobia,
- očakávaná hodnota vyjadruje očakávanú hodnotu investovaného kapitálu na konci sledovaného obdobia.[18]

Podobne ako ukazovateľ MVA ani ukazovateľ Excess Return nie je možné aplikovať na spoločnosť XY, a.s., keďže jej akcie nie sú obchodované na kapitálovom trhu.

3.3.6 Meranie prírastku hodnoty akciového kapitálu (Shareholder Value Added - SVA)

V praxi podnikov (napr. banky v USA) sa používa ukazovateľ EVA v podobe ukazovateľa SVA – Shareholder Value Added na rýchlu kontrolu jednotlivých produktov alebo oddelení banky. Ukazovateľ SVA je určený vzťahom:

$$\text{SVA} = \text{čistý zisk} - \text{alokovaný VK} * n_v \quad (13)$$

Tento postup umožňuje pri alokovaní vlastného kapitálu do rozhodujúcich obchodov posudzovať ich samostatný vplyv na zvyšovanie hodnoty akcií a v porovnaní s podnikom ako celkom. Tento postup je možné aplikovať aj pre iné podniky ako kritérium podnikateľskej úspešnosti. [24]

Podľa iného autora (Rappaport) je SVA založené na predikcii budúcich tokov pridanej hodnoty pre akcionára a vymedzuje ho takto:

$$\text{SVA}_t = \text{SV}_t - \text{SV}_{t-1} \quad (14)$$

Kde SV_t je hodnota firmy pre akcionára v čase t vyjadrená takto:

$\text{SV} = \text{Súčasná hodnota CF z operatívnej činnosti pre plánované obdobie (okolo 5 rokov)} + \text{Zostatková hodnota firmy ku konci plán. obdoba (diskontovaná)} + \text{Trhová cena neoperatívnych aktív} - \text{Závazky podniku}$

Dané kritérium odráža prístup k podniku ako špecifickému druhu investície prinášajúcu vlastníkovi voľné peňažné toky. Za predpokladu konštantnej výšky CF pri nulových čistých investíciách je možné kritérium SVA vyjadriť aj nasledujúcim spôsobom:

$$SVA = NPV_{\text{inv}} \quad (15)$$

Kde NPV_{inv} je čistá súčasná hodnota dodatočných investícií uskutočnených v danom roku.

Za predpokladu trvalého zvýšenia prospechu je možné vyjadriť súčasnú hodnotu prospechu pomocou perpetuity, tj.[18]:

$$SVA = \text{NOPAT} / \text{Cost of Capital} - \text{PV Incremental Investment} \quad (16)$$

Aplikáciu kritéria prírastku hodnoty akciového kapitálu som nemohla aplikovať na podnik XY, a. s., z dôvodu absencie potrebných informácií o čistých investíciách do podniku. V prípade, že sú potrebné informácie známe, je vhodné tento ukazovateľ použiť.

3.3.7 Ukazovateľ rentability investícií stanovený na podklade peňažných tokov (CFROI)

Ukazovateľ CFROI (angl. Cash – Flow Return on Investment - CFROI) s využitím konceptu vnútorného výnosového percenta a súčasnej hodnoty porovnáva do podniku vložené aktíva s peňažnými tokmi, ktoré môžu investori v súvislosti s prevádzkovými aktivitami spoločnosti získať po dobu životnosti aktív.

Prednosťou CFROI je jeho silná korelácia s vývojom na kapitálovom trhu. Management preto môže s väčšou pravdepodobnosťou predvídať vplyv konkrétnych prevádzkových opatrení na trhovú hodnotu spoločnosti.

Autori metódy (spoločnosť Boston Consulting Group) udávajú medzi výhody tohto ukazovateľa, že dokáže posúdiť tvorbu hodnoty v úplnej nezávislosti na veľkosti podniku a obore podnikania.

$$\sum_{t=1}^n \frac{HPCF}{(1 + IRR)^t} + \frac{HNA}{(1 + IRR)^n} - SHI = 0 \quad (17)$$

kde:

- HPCF** **Hrubý prevádzkový cash - flow** (NOPAT + opotrebenie a amortizácia + ostatné nepeňažné položky /náklady a výnosy nevyvolávajúce tok peňazí)
- HNA** **Hodnota neodpisovaných aktív** (obežné aktíva - krátkodobé záväzky /ČPK/ + pozemky + ostatné neodpisované aktíva)

SHI **Súčasná hrubá investície** (celkové aktíva - krátkodobé závazky + akumulované nepeňažné náklady + vplyv inflácie)

IRR **vnútorné výnosové percento (CFROI)**

n **životnosť aktíva.**

CFROI pracuje s peňažnými tokmi prevádzkových procesov, ktoré sú považované za presnejšiu mieru výkonnosti ako účtovné výnosy. Rovnako sa počíta so skutočnými investovanými prostriedkami do podniku, a nie s aktívami znehodnotenými súčasnými metódami účtovníctva. Pri zistení ekonomickej životnosti aktív, CFROI odpovedá aj na otázku, ako dlho budú aktíva produkovať peňažné toky. Pretože sa pracuje s diskontovanými hodnotami, je meranie a porovnávanie uvedených hodnôt spravodlivé. Keď sa znovu pozriem na jednotlivé komponenty CFROI, je možné zaregistrovať nasledujúcich päť komponentov, ktoré ovplyvňujú výsledok, ktoré sú znázornené na obrázku (Obr. 20) aj so žiaducim pohybom hodnôt týchto komponentov na dosiahnutie očakávaného výsledku - uvoľnenie hodnoty – bohatstva vlastníkov podniku.

<i>Prevádzkový Cash-Flow</i> ↑	<i>Hrubá aktíva</i> ↓	<i>Neodpisované aktíva</i> ↑	<i>Doba životnosti aktíva</i> ↑	<i>WACC</i> ↓
- Upravený EBIT - Daň z príjmu - Nepenažné položky	- Hrubá aktíva - Úpravy aktív - ČPK	- Pozemky - ČPK na konci životnosti	- Vážený priemer životnosti aktív	- Vážený priemer nákladov kapitálu

Obr. 20. Komponenty CFROI[24]

Prevádzkový cash-flow

Čistý upravený prevádzkový hospodársky výsledok v jednotlivých rokoch životnosti aktív je možné pozitívne ovplyvňovať výrobnými a obchodnými aktivitami podniku. Z princípu úprav hospodárskeho výsledku, hlavne o nepeňažné položky, je výsledok ovplyvnený aj skladbou aktív a ďalším používaným technologickým vybavením (napr. nájom z leasingu).

Hrubé aktíva

Na zvýšenie CFROI je potrebné usilovať sa o minimalizáciu na prevádzku používaného majetku. Rozhodujúce pri tom v tomto modeli je jeho reprodukčná hodnota, a nie len

v bežnom účtovníctve vykazovaná odpísaná účtovná hodnota. Efektívnosť podnikania zaťažuje aj hodnota najatého majetku a nutný pracovný kapitál.

Doba životnosti aktív

Čím dlhšia je ekonomická životnosť používaných aktív, tým dlhšie môžu pôsobiť toky hodnotovosti z prevádzky a zvyšovať výsledné vnútorné výnosové percento (IRR).

WACC

V tejto položke sa podobne ako pri konštrukcii ukazovateľa EVA odohráva snaha po optimálnych nákladoch kapitálu, ktorým podnik financuje potrebný majetok. Rozhodujúcim vplyvom je nielen štruktúra financovania, ale aj rizikovosť podnikateľskej činnosti ovplyvňujúca nákladovosť vlastného kapitálu.

Štyri komponenty výpočtu CFROI sú zároveň kľúčom ku stratégii efektívne orientovanej na rast hodnoty podniku:

1. Rast čistého prevádzkového cash-flow predstavuje zvyšovanie prevádzkovej výkonnosti a je najefektívnejším spôsobom, ktorý podporuje CFROI.
2. Rast doby životnosti vypovedá o tom, že podnikové aktíva budú schopné ďalej produkovať prevádzkový cash-flow a to sa pozitívne odrazí aj na CFROI.
3. Zníženie hrubých aktív znamená, že podnik viaže menej prostriedkov pri produkcii rovnakého cash-flow, takže CFROI rastie.
4. Poslednou možnosťou je voľba optimálnej kapitálovej štruktúry, pri ktorej sa minimalizujú kapitálové náklady (WACC). Výsledkom je zvýšenie hodnoty čistého CFROI.

Interpretácia hodnoty CFROI vedie ku konštrukcii matice, ktorá zobrazuje situáciu podniku z hľadiska tvorby hodnoty (Obr. 21). Na osi *y* sa sleduje vývoj celkovej reálnej majetkovej základne spoločnosti bez vplyvu inflačného navýšenia. Horná časť matice predstavuje percentuálny rast hrubých aktív, dolná polovica znázorňuje pokles hrubých aktív. Os *x* v tejto matici predstavuje návratnosť aktív definovanú ako rozdiel medzi CFROI a cenou kapitálu. Ak návratnosť vložených prostriedkov prevyšuje cenu kapitálu ($CFROI > WACC$), dochádza k tvorbe hodnoty – pravá polovica. V opačnom prípade je návratnosť aktív nedostatočná – ľavá polovica.

Matica je rozdelená do štyroch kvadrantov, *A*, *B*, *C*, *D*, ktoré naznačujú relevantné stratégie zamerané na zvýšenie hodnoty podniku:

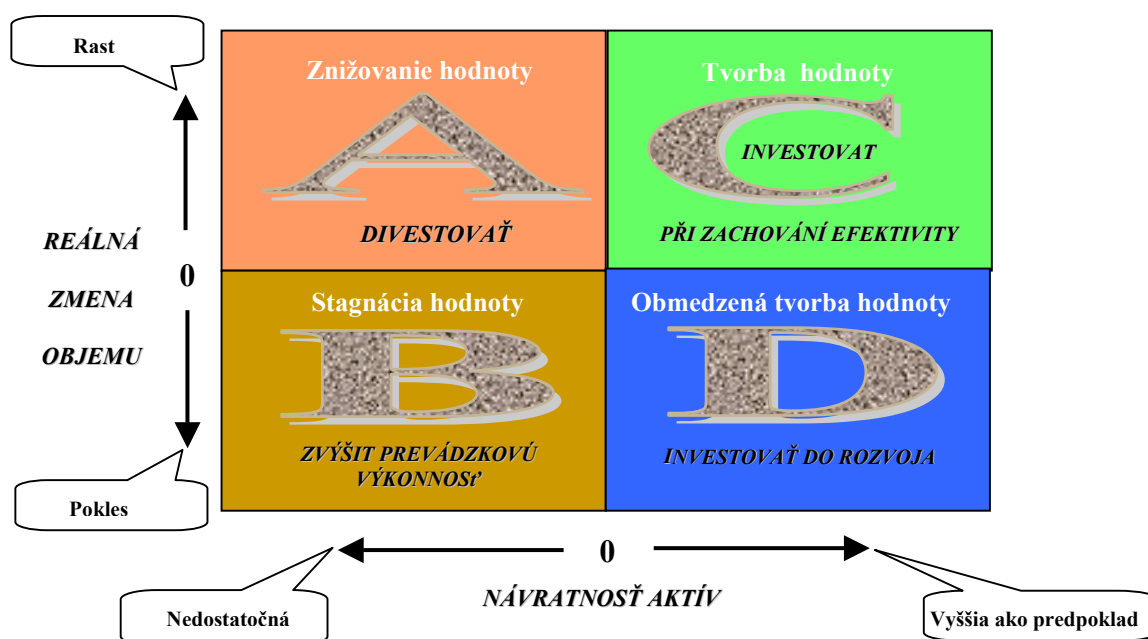
Kvadrant *A*: **Divestovať**: V prvej fáze je potrebné zastaviť zvyšujúci sa objem aktív, ktoré sa podieľajú na poklese hodnoty.

Kvadrant *B*: **Zvýšiť prevádzkovú efektivitu**: Zvýšením prevádzkovej ziskovosti je treba docieľiť toho, aby CFROI prevýšil kapitálové náklady.

Kvadrant *C*: **Investovať pri zachovaní dosiahnutej efektivity**: Primeraný investičný rozvoj vedie k rastu hodnoty.

Kvadrant *D*: **Investovať za súčasného zvyšovania prevádzkovej efektivity**:
Maximalizácia rastu hodnoty je základným cieľom každého ekonomického subjektu.

[24]



Obr. 21. Matica investovania[24]

Je zrejmé, že výpočet ukazovateľa CFROI umožňuje nový pohľad na výkonnosť podniku, ale náročnosťou výpočtu, ktorý je najvyšší z uvedených hodnotových kritérií je ťažko použiteľný ako zamestnancami univerzálne chápaný kľúčový ukazovateľ výkonnosti.

Aplikácia CFROI na podnik XY, a. s.

Výpočítané hodnoty ukazovateľa CFROI sú znázornené v tabuľke :

Tab. 29. CFROI za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]

	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
DM v zost. cenách	255 502,00	211 490,00	198 424,00	192 249,00	191 936,00	230 130,00
Oprávky	428 184,00	454 514,00	463 096,00	485 458,00	497 632,00	476 387,00
Odpisy	28 163,00	28 418,00	29 570,00	29 064,00	30 434,00	33 460,00
Ekonom. životnosť	24	23	22	23	23	21
NOPAT	1 839,00	21 279,00	33 810,00	26 047,00	32 869,00	5 833,00
Hrubý prevádzkový CF	30 002,00	49 697,00	63 380,00	55 111,00	63 303,00	39 293,00
DM v obstar. cenách	683 686,00	666 004,00	661 520,00	677 707,00	689 568,00	706 517,00
Zásoby	56 016,00	67 061,00	66 918,00	57 622,00	63 177,00	70 296,00
Hrubý kapitálový výdaj	739 702,00	733 065,00	728 438,00	735 329,00	752 745,00	776 813,00
ČPK	-566,00	24 458,00	48 475,00	72 764,00	102 620,00	94 150,00
Nedpisovateľné aktíva	-566,00	24 458,00	48 475,00	72 764,00	102 620,00	94 150,00
Inflácia v %	2,10%	3,90%	4,70%	1,80%	0,10%	2,80%
CFROI	1,12%	4,24%	2,51%	4,44%	7,91%	2,37%
WACC1 - priemer metód	12,10%	9,14%	8,31%	7,61%	7,58%	9,34%
WACC2 - stavebnicová metóda	31,67%	16,21%	13,88%	11,25%	8,36%	13,18%

Ukazovateľ CFROI hovorí, na koľko percent bola investícia do podniku v sledovanom období zhodnotená. Metóda CFROI sa nepoužíva len kvoli samotnému výpočtu vnútorného výnosového percenta. Dôležitejší je druhý krok spočívajúci v porovnaní takto stanoveného CFROI s váženými nákladmi na kapitál (WACC) zahrňujúcemu všetky rizika u požadovanej výnosnosti vlastného kapitálu.

Pre zistené rozpätie platí, že keď je rozdiel $CFROI - WACC > 0$, bude narastať hodnota pre podnikateľa.[23]

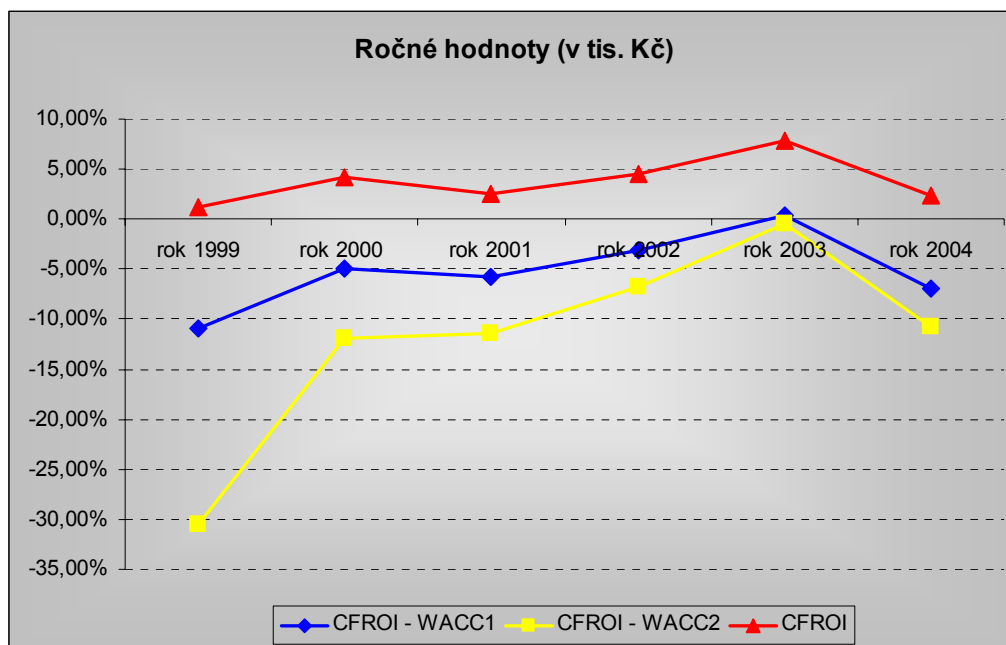
Tab. 30. Rozdiel CFROI a WACC [Zdroj: vlastný]

	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
CFROI - WACC1	-10,98%	-4,90%	-5,80%	-3,17%	0,33%	-6,97%
CFROI - WACC2	-30,55%	-11,97%	-11,37%	-6,81%	-0,45%	-10,81%

Pohľad na tabuľku hovorí, že podľa ukazovateľa CFROI podnik počas sledovaného obdobia neprinášal hodnotu pre svojho majiteľa, pretože hodnota rozdielu CFROI – WACC nadobúdala záporné hodnoty. Výnimkou je len rok 2003, kedy hodnota CFROI – WACC1 (WACC – ako priemer metód) dosiahla hodnotu kladnú a to 0,33%.

Pozitívne je, že rozdiel sa každoročne znižoval, výnimkou je len rok 2004, kedy hodnoty rozdielu CFROI – WACC klesli.

Vývoj rozdielu CFROI a WACC znázorňuje aj nasledujúci graf (Obr. 22):



Obr. 22. Vývoj rozdielu CFROI a WACC za obdobie 1999 -2004. [Zdroj - vlastný]

3.4 Komplexné prístupy k meraniu výkonnosti podniku

3.4.1 Balanced Scorecard

Stret medzi potrebou podniku byť neustále konkurencieschopný a strnulým modelom finančného účtovníctva viedol k vzniku novej metódy – **Balanced Scorecard** (BSC).

BSC rozširuje súbor cieľov podnikateľskej jednotky za hranice bežných súhrnnych finančných ukazovateľov. Management podniku môže merať, ako jeho podnikateľské jednotky vytvárajú hodnotu pre súčasných a budúcich zákazníkov a ako sa musí zlepšiť kvalita ľudských zdrojov, systémov a spôsobu práce, ktoré sú nevyhnutné na zvyšovanie budúcej výkonnosti.

BSC zachováva tradičné finančné kritéria, ktoré však vypovedajú o minulých finančných transakciách, čo bolo dostatočné pre podniky priemyselnej éry, pre ktoré neboli investície do dlhodobých schopností a vzťahov so zákazníkmi kritickými faktormi úspechu. Tieto

finančné ukazovatele sú nevhodné pre stanovenie stratégie, ktorú si podniky informačného veku musia zvoliť, aby investíciami do zákazníkov, dodávateľov, zamestnancov, procesov, technológií a inovácií vytvorili hodnotu.

Aj keď BSC zachytáva prostredníctvom finančnej perspektívy krátkodobú výkonnosť, viditeľne odhaľuje hodnototvorné hybné sily vedúce k vyššej dlhodobej finančnej výkonnosti a konkurencieschopnosti.[5]

BSC je niečo viac ako nový systém merania. Inovatívne podniky ho používajú ako ústredný organizačný rámec pre svoje manažérske procesy. Skutočný prínos BSC sa objaví, ak je BSC transformovaný zo systému merania do systému manažérskeho. S rastúcim počtom podnikov, ktoré s BSC pracujú, je stále viac jasné, že BSC je možné využiť na:

- vyjasnenie a dosiahnutie konsenzu pri formulovaní stratégie,
- komunikáciu stratégie v rámci celého podniku,
- zladenie cieľov jednotlivých oddelení a osobných cieľov s podnikovou stratégiou,
- prepojenie strategických cieľov s dlhodobými zámermi a ročnými rozpočtami,
- identifikáciu a zladenie strategických iniciatív,
- prevádzanie periodických a systematických strategických revízií,
- získanie strategickej spätnej väzby na presnejšie formulovanie stratégie.[25]

BSC vyplňa medzeru väčšiny manažérskych systémov – absenciu systematického procesu implementácie a získanie spätnej väzby týkajúcej sa stratégie. Manažérske procesy založené na BSC podniku umožňujú zamerať sa na implementáciu dlhodobej stratégie.

BSC transformuje poslanie a stratégiu podniku do cieľov a kritérií zaradených do **štyroch perspektív: finančnej, zákaznickej, interných procesov a učenie sa rastu**. BSC poskytuje rámec a jazyk pre komunikáciu poslanca a stratégie, používa meranie k informovaní zamestnancov o hybných silách súčasného a budúceho úspechu. Tým, že manažéri formulujú výstupy, očakávania a hybné sily týchto výstupov navigujú energiu, schopnosti a znalosti svojich ľudí, ktoré sú potrebné na dosiahnutie dlhodobých cieľov.

Štyri perspektívy BSC umožňujú stanoviť rovnováhu medzi krátkodobými a dlhodobými cieľmi, medzi požadovanými výstupmi a hybnými silami týchto výstupov a medzi tvrdými kritériami merania (hard) a mäkkými, subjektívnymi kritériami. (soft).[5]

Finančná perspektíva

BSC zachováva finančnú perspektívu, pretože finančné merítka sú dôležité pri sumarizácii jednoducho merateľných ekonomických dôsledkov už realizovaných udalostí. Kritéria finančnej výkonnosti ukazujú, kedy zavádzanie a následná realizácia stratégie podniku vedú k zásadným zlepšeniam.

V perspektíve finančnej ide o sledovanie spokojnosti vlastníkov – uspokojovanie ich záujmov, aby pre nich bola firma dostatočne výkonným strojom na peniaze, zdrojom prestíže a moci.

Finančné ciele sú „ohniskom“, do ktorého smerujú ciele a merítka ostatných perspektív BSC. Každé kritérium by malo byť prvkom reťazca príčinných súvislostí, ktoré vedú ku zvýšeniu finančnej výkonnosti podniku. Finančné ciele sú obvykle merané pomocou prevádzkového zisku, ROE alebo EVA.

Koniec koncov, všetky ciele a ukazovatele všetkých ostatných perspektív by mali byť prepojené k dosahovaniu jedného alebo viacerých cieľov finančnej perspektívy. Toto prepojenie k finančným cieľom explicitne vyjadruje, že dlhodobým cieľom podniku je tvorba zisku a všetky stratégie, programy a iniciatívy by mali jeho podnikateľským jednotkám umožniť tieto finančné ciele dosiahnuť. Každé kritérium BSC by malo byť časťou reťazca príčinných súvislostí, ktorý by mal vyústiť vo finančných cieľoch predstavujúcich strategickú oblasť podnikateľskej jednotky. Ak je BSC takto používaný, nie je len skupinou izolovaných alebo dokonca protikladných cieľov. Mal by byť „príbehom“ o stratégií, ktorá začína dlhodobými finančnými cieľmi a ich prepojovaním s postupnosťami akcií vo finančných, zákaznických a interných procesoch týkajúcich sa zamestnancov a systému a končí dlhodobou ekonomickou výkonnosťou.[5]

Zákaznická perspektíva

V zákaznickej perspektíve BSC identifikujú podniky zákaznicke a trhov segmenty, v ktorých chcú podnikat'. Tieto segmenty predstavujú pre podnik zdroj obratu, ktorý je súčasťou finančných cieľov.

Zákaznícka perspektíva umožňuje stanoviť kľúčové zákaznicke kritéria príslušným cieľovým zákazníkom a trhovým segmentom, ako sú napr. spokojnosť a loajalita zákazníkov, predpoklady ich udržania, získavanie nových zákazníkov a ziskovosť. Navyše môžu určiť a explicitne merať hodnotové výhody poskytované dôležitým zákazníkom a

segmentom. Hodnotové výhody pre základné indikátory zákaznickej perspektívy predstavujú hybné sily.

Okrem úsilia zameraného na uspokojovanie potrieb zákazníkov musia manažéri podnikateľskej jednotky v zákaznickej perspektíve BSC previesť strategické poslanie do konkrétnych, trhovo a zákaznicky orientovaných cieľov.

Základnú skupinu indikátorov zákaznických výstupov je možné použiť pre všetky typy podnikov. Obsahuje nasledujúce ukazovatele:

- podiel na trhu,
- udržanie zákazníkov
- získavanie nových zákazníkov,
- spokojnosť zákazníkov,
- ziskovosť zákazníkov.

Tieto ukazovatele môžu byť zoskupené v reťazci príčinných súvislostí. Na dosiahnutiu najväčšieho efektu by mali byť prispôbené cieľovým zákaznickým skupinám, od ktorých podnik očakáva najvyššiu rast a ziskovosť.[5]

Perspektíva interných podnikových procesov

V perspektíve interných podnikových procesov manažéri charakterizujú procesy, ktoré sú na dosiahnutie zákaznických a akcionárskych cieľov najdôležitejšie. Podniky obvykle vyvíjajú pre túto perspektívu ciele a ukazovatele potom, čo určia ciele a ukazovatele zákaznickej a finančnej perspektívy. Uvedené poradie umožní sústrediť systém merania interných procesov na tie ciele, ktoré sú dôležité z hľadiska zákazníkov a akcionárov.

Proces, v ktorom vznikajú ciele a indikátory perspektívy interných procesov, predstavuje snáď najväčší rozdiel medzi BSC a tradičnými systémami merania výkonnosti.

Každý podnik má jedinečnú skupinu procesov na vytváranie hodnoty a dosahovanie finančných výsledkov. Tento model zahŕňa tri základné procesy, a to sú:

- inovačný proces,
- prevádzkový proces,
- popredajný servis.

Dôležité je správne rozhodnutie, čo by mal podnik robiť sám a čo nakúpiť od externých dodávateľov. Perspektíva procesov je hybateľom vzhľadom k finančnej a zákaznickej perspektíve.[5]

Perspektíva učenia sa a rastu

Štvrtá perspektíva BSC vyvíja ciele a kritéria, ktoré podporujú učenie sa a rast podniku. Ciele stanovené v perspektíve finančnej, zákaznickej a interných procesov určujú, kde musia podniky dosahovať skvelé výsledky, aby dosiahli prielom vo výkonnosti. Ciele v perspektíve učenie sa a rastu vytvárajú infraštruktúru, ktorá umožňuje, aby mohli byť dosiahnuté ciele v troch ostatných perspektívach.

BSC zdôrazňuje dôležitosť investovania do budúcnosti, a to nielen v tradičných oblastiach investícií, ako sú nové zariadenia a výskum a vývoj nových produktov. Investície do zariadení, výskumu a vývoja sú iste dôležité, ale samy o sebe nestačia. Podnik musí tiež investovať do svojej infraštruktúry – ľudí, systémov a procedúr – pokiaľ chce dosiahnuť svojich dlhodobých finančných cieľov.

Tri základné oblasti perspektívy učenia sa a rastu sú:

- schopnosti zamestnancov,
- schopnosti informačného systému,
- motivácia, delegovanie právomocí a angažovanosť.

BSC je vhodnou metodikou pre poňatie strategického riadenia, ktoré vyžaduje pristupovať k formulácií a implementácii stratégie ako ku dvom neodlučiteľným problematikám.

Vytvára rámcovú štruktúru pre strategické riadenie, v ktorej sú obsiahnuté nielen kritéria finančnej výkonnosti, ale aj hybné sily determinujúce tieto kritéria a určujúce budúcu výkonnosť firmy.[5]

3.4.2 Aplikácia BSC do riadenia podniku XY, a. s.

Balanced Scorecard (BSC) je systém merania hodnoty a výkonnosti podniku. Je uznávaný ako najlepší prístup na transformovanie podnikovej vízie do konkrétnych merateľných aktivít a berie do úvahy všetky faktory, ktoré vytvárajú dlhodobé hodnoty. Dôležité je však stanoviť si, aká je vízia a stratégia podniku.

A, Vízia a stratégia podniku XY, a.s.: Uspokojovanie potrieb zákazníka s ohľadom na tvorbu hodnoty pre vlastníkov.

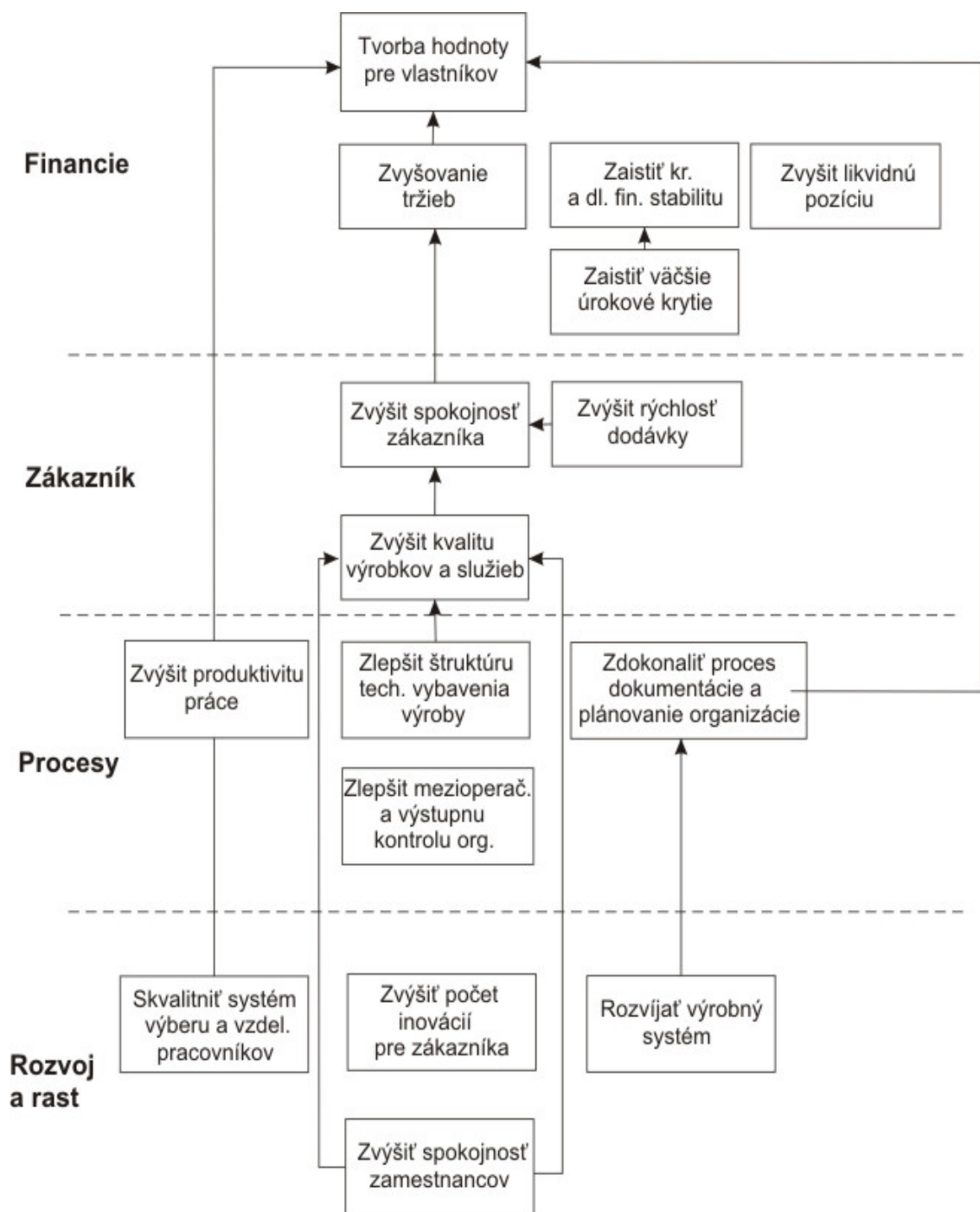
B, BSC sa pri meraní výkonnosti podniku nezameriava len na finančné hľadisko, ale používa aj iné oblasti riadenia, ako sú zákaznícke, interné procesy, rozvoj a rast. Pre každú túto oblasť si potrebné si stanoviť strategické ciele a ich merítka.

Pre podnik XY, a. s. boli navrhnuté tieto ciele pre jednotlivé oblasti riadenia (Tab. 31):

Tab. 31. Balanced Scorecard [Zdroj: vlastný]

Perspektíva		Strategický cieľ	Merítko	Súčasný stav 2004	Plánovaný stav 2005	Cieľový stav
Finančná Perspektíva	1	Tvorba hodnoty pre vlastníkov	zmena EVA	-38 636	- 8 000	1 000
	2	Zvyšovanie tržieb	Rast tržieb	4,42 %	10 %	15 %
	3	Zaistiť kr.a dlh.finančnú stabilitu	CK/A	49,1 %	50 %	50 %
			Peňažná likvidita	0,28	0,40	0,50
	4	Zvýšiť likvidnú pozíciu	znižovanie doby obratu pohľadávok	44	40	40
	5	Zaistiť väčšiu schopnosť prijať ďalšie BÚ	úrokové krytie	1,65	5	>10
Zákaznícka perpekktíva	1	Zvýšiť rýchlosť dodávky-maxim. okamžitú dodávku (v tis.ks výrobkov)	Rýchlosť dodávky	560	800	1000
	2	Zvýšiť kvalitu výrobkov	% reklamácií z predaných ks výrobkov	6%	4 %	3 %
	3	Zvýšiť spokojnosť zákazníkov	dotazníkové šetrenie (1-vysoké hodnotenie,10-nízke hodnotenie)	5	8	10
Perspektíva interných podnikových procesov	1	Zvýšiť produktivitu práce	Osobné náklady/Pridaná hodnota	67 %	60 %	50 %
	2	Zlepšiť štruktúru tech.vybavenia výroby	počet porúch/mesiac	8	4	2
	3	Zvýšiť medzioperačnú a výstupnú kontrolu	% zmetkových výrobkov/mesiac	10 %	5 %	1 %
	4	Zdokonalíť proces dokumentácie a plánovania organizácie	inventarizačné rozdiely (% z obratu)	6 %	4 %	3 %
Perspektíva učenia sa a rastu	1	Zvýšiť počet inovácií pre zákazníkov	počet inovácií /rok	5	7	10
	2	Zvýšiť spokojnosť zamestnancov	% fluktuácie zamestnancov	5 %	3 %	2 %
	3	Skvalitniť systém výberu a vzdelávania pracovníkov	% VŠ THP pracovníkov	45 %	50 %	55 %
			% vyučených v obore	68 %	75 %	72 %
			Náklady na školenie 1 pracovníka v Kč/rok	3 000	6 000	10 000
	4	Rozvíjať výrobný systém	Bodové hodnotenie	150	200	>300

C, Strategická mapa, znázorňujúca reťazce príčin a následkov (Obr. 23):



Obr. 23. Strategická mapa BSC [Zdroj: vlastný]

4 VÝBER KONCEPTU RIADENIA A MERANIA VÝKONNOSTI V PODNIKU XY, A. S.

Na základe ktorej literárnej rešerše teoretických zdrojov, aplikácie teoretických poznatkov na podnik a zanalyzovaní súčasnej situácie merania a riadenia výkonnosti podniku, doporučujem zavedenie riadenia hodnoty podniku pomocou konceptu EVA. V prípade zavedenia komplexného systému BSC navrhujem použiť EVA ako vrcholný ukazovateľ finančnej perspektívy.

Výhody zavedenia ukazovateľa EVA do praxe podniku zanalyzujem v nasledujúcom texte.

„EVA je oveľa viac ako systém merania. Je to nástroj na zmenu manažérskeho myslenia. Je to zmena myslenia, ktorá núti manažérov myslieť o svojej práci inak.“[26]

„Jednou z hlavných predností EVA je, že robí finančnú teóriu prístupnú, takže operatívni manažéri, vrátane tých, ktorí nemajú základy alebo skúsenosti s účtovníctvom a financiami, môžu včleniť podstatu tejto disciplíny do spôsobu riadenia ich obchodu a podnikania.“[26]

Použitie ukazovateľa EVA môžeme rozčleniť do piatich hlavných oblastí:

1. Kritérium výkonnosti podniku
2. Základ integrovaného systému finančného riadenia v spoločnosti
3. Nástroj riadenia a motivovania pracovníkov
4. Nástroj investičného rozhodovania
5. Nástroj oceňovania spoločnosti

4.1 EVA – kritérium výkonnosti podniku

Táto oblasť využitia EVA ako kritéria výkonnosti podniku bola podrobne rozpracovaná v predošlom texte.

4.2 EVA – základ integrovaného systému finančného riadenia

EVA je významná metóda na posúdenie vývoja spoločnosti z hľadiska jeho vlastníkov. Pokiaľ dosahuje podnik kladné EVA, rastie bohatstvo vlastníkov, pretože podnik zhodnocuje kapitál viac, ako činia jeho náklady. Pri zápornej EVA bohatstvo vlastníkov

klesá. Z hľadiska vlastníkov bude teda zaujímavé zisťovať nielen absolútnu hodnotu ukazovateľa EVA, ale aj tendencie vývoja ukazovateľa v časovej rade.

Ukazovateľ EVA je potrebné prepojiť s kľúčovými strategickými cieľmi a prevádzkovými kritériami. K tomu slúži manažérsky nástroj **EVA Drivers** - prepojenie ukazovateľa EVA s položkami výsledovky a súvahy s kľúčovými prevádzkovými strategickými charakteristikami.

Ukazovateľ EVA je jednotiacim prvkom systému spájajúceho rôzne oblasti a funkcie spoločnosti. S jeho pomocou je možné zladit' úsilie smerujúce ku zvýšeniu výkonnosti spoločnosti.[23]

4.3 EVA – nástroj riadenia a motivovania pracovníkov

Základný princíp tohto systému spočíva v tom, že zamestnanci sú zainteresovaní na maximalizácii ukazovateľa EVA pomocou bonusu. Tento bonus je obvyčajne viazaný na tri parametre:

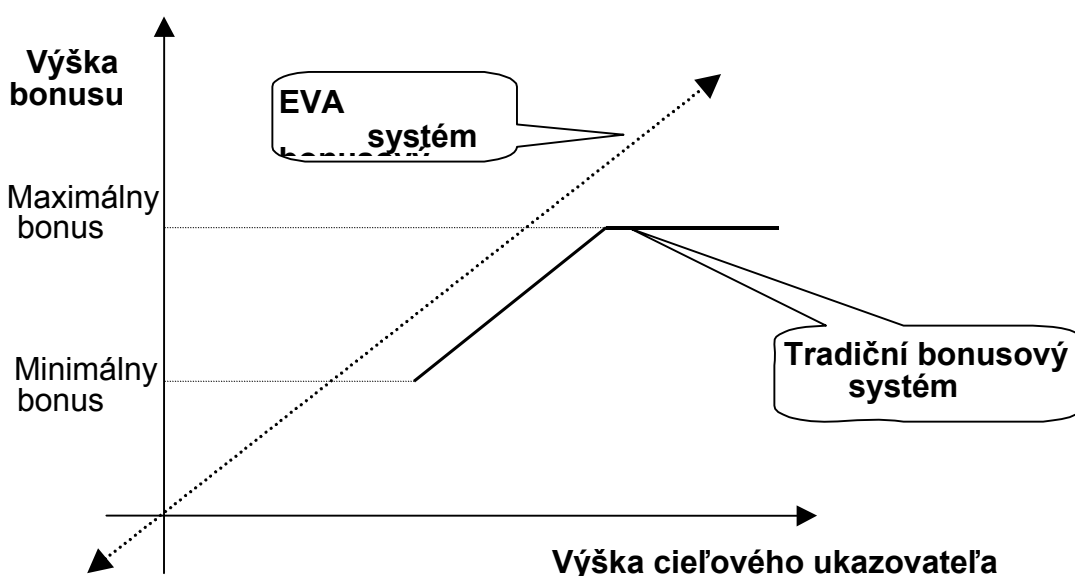
- celkovú výšku EVA v danom útvare, napr. divízii,
- prírastok EVA,
- doplnkové individuálne parametre, ktorými môžu byť určité ukazovatele (napr. percento nepodarkov), alebo subjektívne hodnotenie pracovníka zo strany vedúceho.

Prednosti systému oproti klasickému systému odmeňovania sú:

1. Je to ukazovateľ, ktorý je možné z bežných údajov bežne sledovať a zároveň je priamo prepojený s hodnotou podniku, na rozdiel napríklad od ukazovateľov rentability alebo akýchkoľvek tradičných ukazovateľov finančnej analýzy, na ktorej boli zamestnanci zainteresovaní. Pokiaľ je teda pracovník zainteresovaný na zvyšovaní EVA, bude pravdepodobne priamo prispievať k rastu hodnoty podniku.
2. Druhou prednosťou je celkový rámec, v akom bývajú tieto bonusy založené na EVA používané. Systém bonusov nemá žiadne stanovené limity. To je možno práve preto, že rast EVA priamo ukazuje na rast hodnoty podniku a je teda možné podeliť sa so zamestnancami o tento prírastok. Na druhej strane tieto bonusy nie sú obmedzené ani zdola. Pokiaľ je bonus kladný, nebýva obvyčajne pracovníkom vyplatený v hotovosti celý. Každý zamestnanec má svoj bonusový účet, na ktorý sa

bonus prevedie a z neho sa vyplatí vždy len časť kladného bonusu získaného v danom roku. Tým je riešený problém prípadného záporného bonusu, pretože ten proste zníži zostatok bonusového účtu pracovníka.

3. Tým, že sa hodnotí prírastok EVA, je možné použiť bonusový systém aj pre doposiaľ záporné hodnoty EVA.
4. Bonus nemá žiadne obmedzenia, takže manažéri nie sú vedení ku skreslovaniu výsledkov.[7]



Obr. 24. Porovnanie tradičného systému bonusov a bonusov EVA [7]

Celkový systém tohoto systému odmeňovania je vhodné koncipovať tak, aby každá úroveň riadenia bola zainteresovaná na tom ukazovateli, ktorý môže ovplyvňovať.

Podniky, ktoré zaviedli systém, väčšinou hodnotia variabilnú zložku štvrťročne. Celoročný bonus je závislý od váženého priemeru štvrťročných výsledkov. Niekedy sa používa aj hodnotenie EVA v dlhodobom horizonte. [24]

4.4 EVA - nástroj investičného rozhodovania

EVA sa používa aj ako nástroj hodnotenia investičných projektov. Ak je súčasná hodnota budúcich prínosov EVA projektu kladná, prispieva tak k zvyšovaniu hodnoty podniku.

Investičný projekt by mal podnik prijať v prípade, že jeho EVA je kladná, čiže investícia prinesie do podniku viac ako alternatívne možnosti investovania.

4.5 EVA – nástroj oceňovania spoločností

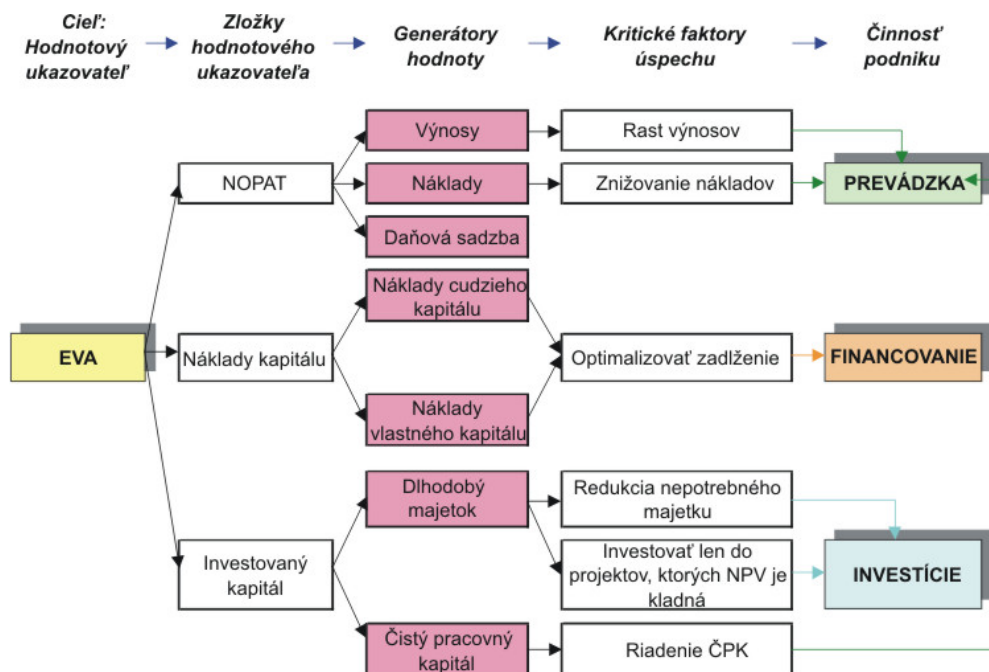
Základná schéma výpočtu hodnoty podniku metódou EVA:

$$\begin{aligned}
 & \text{Trhová hodnota operatívnych aktív} \\
 + & \text{ Trhová hodnota neoperatívnych aktív} \\
 - & \text{ Trhová hodnota úročených záväzkov} \\
 = & \boxed{\text{Trhová hodnota vlastného kapitálu}}
 \end{aligned}$$

V prvom kroku vypočítame hodnotu aktív, tj. hodnotu pre vlastníkov a veriteľov, a nakoniec odpočítaním cudzieho kapitálu získame ocenenie podniku pre vlastníkov. [7]

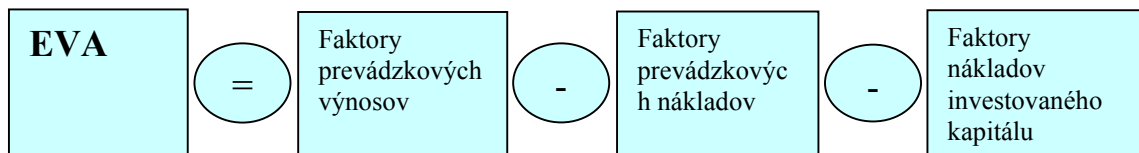
4.6 Stanovenie EVA Drivers

Ukazovateľ EVA môžeme rozložiť na jednotlivé ukazovatele, ktoré ho ovplyvňujú. Väzby medzi týmito ukazovateľmi znázorňuje nasledujúci obrázok (Obr. 25):



Obr. 25. Vplyvy na ukazovateľ EVA [20]

Z rozboru rozhodujúcich faktorov pozitívneho ovplyvňovania ekonomickej pridanej hodnoty je možné odvodiť faktory, ktoré sa môžu stať základom pre riadenie zvyšovania hodnoty podniku – tzv. **EVA Drivers**. Všeobecne sa na zobrazenie EVA drivers uvádza takýto model:



Obr. 26. Model zobrazenia EVA. [24]

Na efektívne ovplyvňovanie EVA drivers sa v podnikoch prevádzajú určité organizačné preskupenia pracovníkov tak, aby sa mohla sústrediť pozornosť na plánovanie a kontrolu stanovených parametrov.

EVA drivers môžeme rozdeliť na **finančné** a **nefinančné** faktory. EVA drivers môžeme rozdeliť aj podľa predchádzajúceho modelu na:

EVA drivers prevádzkových výnosov:

- Marketingové riadenie prevádzkových aktivít,
- Inovačné parametre jednotlivých projektov,
- Cenová politika podniku,
- Parametre kvality produktov a služieb,
- Časové parametre projektov,
- Popredajný servis v požadovanej šírke a kvalite,
- Zapojenie zákazníkov a dodávateľov do procesu riadenia projektu.

EVA drivers prevádzkových nákladov:

- Parametre priamych nákladov (materiál, mzdy, služby),
- Parametre režijných nákladov,
- Parametre produktivity pracovníka,
- Politika odpisovania,
- Náklady na zaškolenie pracovníkov,

- Uplatnenie systému riadenia prevádzkových procesov, vrátane vplyvu IS.

EVA drivers nákladov investovaného kapitálu:

- Investičný plán, stále aktíva,
- Controlling pracovného kapitálu (ČPK),
- Financovanie investovaného majetku, vrátane rizík finančnej páky,
- Štúdie optimálneho využitia stálych aktív (outsourcing).

Uvedené EVA drivers môžeme rozpísať do jednotlivých súborov úloh pre funkčné útvary podniku. Kladný aj záporný vplyv jednotlivých položiek, ktoré ovplyvňujú konkrétni pracovníci, je v podniku riadený pre jednotlivé projekty a centrálne pre celú podnikateľskú jednotku. [24]

V každom podniku existujú špecifické faktory, ktoré majú zásadný význam vo vzťahu k EVA. Je dôležité tieto faktory identifikovať a následne riadiť. Môže sa jednať ako o vplyvy kladné, tak o vplyvy záporné. Kladné vplyvy je nutné maximalizovať a naopak záporné je nutné minimalizovať.

4.7 Implementácia konceptu EVA

Implementácia EVA v podniku vyžaduje pochopiteľne viac než pridanie riadku do výsledovky. Zavedenie EVA predstavuje zmenu myslenia a kultúry podniku.

„Je to nástroj na zmenu manažérskeho myslenia. Je to zmena myslenia, ktorá núti manažérov myslieť o svojej práci inak.“

„EVA je spoločný jazyk, myslenie a spôsob, ako podnikať.“[26]

Najdôležitejšou podmienkou úspešnej implementácie je záujem a podpora generálneho riaditeľa a managementu. Pokiaľ títo ľudia nechcú zmeniť svoj prístup k podnikaniu, zmeniť svoje myslenie, tak nie je možné úspešne implementovať a následne používať koncept EVA. Preto je dôležité, aby top - management spoločnosti pochopil, čo EVA predstavuje, a aby prenikli do podstaty tohto nového prístupu.

Ďalším významným prvkom, ktorý by mal podnik zavádzajúci koncept EVA urobiť, je získať pochopenie a podporu všetkých zamestnancov, a predovšetkým kľúčových osôb. Je podstatné naviazať komunikáciu so zamestnancami o tomto prístupe riadenia podniku, zrozumiteľne im vysvetliť podstatu EVA a prínosy, ktoré im tento prístup môže priniesť.

Súčasťou implementácie EVA je tréningový program pre zamestnancov, ktorých sa EVA týka najviac.

Zavedenie EVA mení aj chovanie pracovníkov z ekonomického oddelenia. Tí by sa mali stať partnermi pracovníkom z prevádzky. Mali by im pomáhať používať EVA, pomôcť im identifikovať, kde sa tvorí hodnota a kde sa naopak hodnota ničí. Pomáhať pri rozhodovaní o investovaní nových projektov, či nový projekt bude prispievať k zvyšovaniu EVA alebo nie. Aj všetci ostatní pracovníci prevádzky, resp. výroby musia zmeniť svoje myslenie a uvažovať, ako zvýšiť EVA.

Poradenská firma Stern Stewart definovala štyri základné prvky implementácie EVA, ktoré nazvala „4M“:

1. **Meranie (M1)** – Implementácia začína vývojom ukazovateľa. Hlavným prvkom je transformácia účtovných výkazov z účtovného rámca do rámca ekonomického.
2. **Management (M2)** – Táto fáza implementačného procesu ovplyvňuje a zlepšuje rozhodovanie v celej organizácii. EVA systém pokrýva celú oblasť manažérskych rozhodnutí, od strategického plánovania, alokovania kapitálu, stanovovania ročných cieľov až po dennodenné operatívne rozhodnutia.
3. **Motivácia (M3)** – Kľúčovým prvkom implementácie EVA je vytvorenie podnetu, prémie, stimulu, ktorý je priamo zviazaný s tvorbou hodnoty. V tejto fáze sa vytvorí motivačný (prémiový) plán založený na EVA.
4. **Myslenie (M4)** – Zmyslom celej implementácie je naučiť zamestnancov myslieť v zmysle tvorby hodnoty pomocou tréningu a komunikácie.[22]

Implementácia je závislá na veľkosti a organizačnej štruktúre podniku. Tieto faktory ovplyvňujú náročnosť, rýchlosť, jednoduchosť a samozrejme aj náklady na implementáciu konceptu EVA.

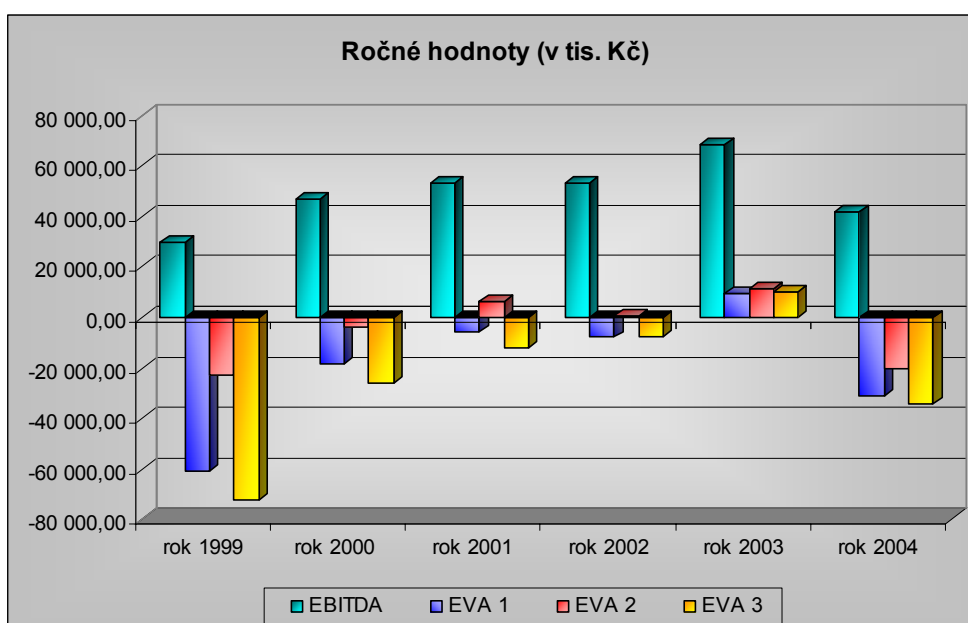
4.8 Porovnanie konceptu EVA so súčasným stavom merania výkonnosti podniku XY, a. s.

V súčasnosti v podniku XY, a. s., merajú výkonnosť hlavne na základe dosiahnutého ukazovateľa EBITDA - je to ukazovateľ zisku pred úrokmi, zdanením a odpismi. Ukazovateľ však meria len prevádzkovú výkonnosť, neovplyvňuje ho spôsob financovania

a dane, ignoruje využitie kapitálu a majetku. Oproti ukazovateli EVA nezahŕňa ukazovateľ EBITDA ani náklady na vlastný kapitál.

Aj keď vo finančnej analýze podnik počíta aj ukazovateľ EVA, ktorý je schopný posúdiť, či podnik tvorí hodnotu, nejedná sa podľa môjho názoru o riadenie výkonnosti podniku. Pretože pokiaľ nie je výsledná hodnota ďalej analyzovaná a výsledky analýzy aplikované do rozhodnutí podniku, tak nie je možné hovoriť o nejakom riadení.

Rozdiel vo výsledkoch EVA a EBITDA v posledných šiestich rokoch hospodárenia zobrazuje graf (Obr. 27):



Obr. 27. Vývoj EBITDA a EVA za obdobie 1999 -2004. [Zdroj: vlastný]

Pri pohľade na graf je naozaj prekvapujúce, aké navzájom rozdielne výsledky môžu priniesť dve rozdielne metódy vyčíslenia výkonnosti podniku. Veľmi dôležitá je interpretácia jednotlivých merítok. EBITDA je po celé obdobie kladné, teda podnik môže dôjsť k záveru, že si vedie celkom dobre, keď dosahuje EBITDA v každom roku nad 20 mil. Kč. Hodnotenie podľa tohto kritéria vyznieva pre podnik veľmi priaznivo. Je to ale naozaj tak? Jednoznačnú odpoveď poskytne pohľad na graf, kde je možné vidieť, že naopak hodnoty EVA sú v období rokov 1999, 2000, 2004 záporné a v ostatných sledovaných rokoch sa dostali len tesne nad nulovú hranicu. To znamená, že podnik v rokoch 1999, 2000, 2004 nedosahuje takej výkonnosti ako sú jeho alternatívne náklady na kapitál. Inak povedané, že vlastníci by mohli za rovnaku rizikovú investíciu získať väčší

výnos, ako im prinieslo hospodárenie spoločnosti. Preto si myslím, že pre „shareholderov“ má vyššiu vypovedaciu schopnosť ukazovateľ EVA a v konečnom dôsledku aj pre všetky skupiny „stakeholderov“.

Po analýze základných východísk, výhod konceptu EVA a porovnaní EVA so súčasným stavom sledovania výkonnosti podniku, ktorý predstavuje hlavne ukazovateľ EBITDA, prejdeme na samotnú aplikáciu vybraného konceptu riadenia hodnoty podniku - EVA do praxe podniku XY, a. s..

5 IMPLEMENTÁCIA VYBRANÉHO KONCEPTU DO PRAXE PODNIKU XY, A.S.

K zavedeniu konceptu EVA neexistuje žiadny všeobecný postup, ktorý by mohol využiť každý podnik, ktorý chce tento moderný koncept implementovať. Proces implementácie je špecifický pre každý podnik.

V našom prípade zatiaľ podnik nepoužíva k meraniu a riadeniu výkonnosti žiadny ucelený koncept riadenia výkonnosti. K meraniu výkonnosti používa predovšetkým tradičné ukazovatele finančnej analýzy. Preto nebudeme musieť koncept EVA špeciálne prispôbovať inému konceptu riadenia výkonnosti podniku.

5.1 Vymedzenie okruhu osôb spojených s implementáciou

Náročnosť zavedenia EVA súvisí s počtom pracovníkov podniku, ktorí budú s týmto konceptom pracovať, tým myslím hlavne manažérov a vedúcich pracovníkov podniku. Organizačná štruktúra podniku je uvedená v prvej kapitole tejto práce.

Z tejto štruktúry sú najdôležitejším okruhom osôb spojených s implementáciou EVA hlavne: generálny riaditeľ spoločnosti, manažér pre akosť, manažér pre EMS a riaditelia jednotlivých úsekov, konkrétne finančný riaditeľ, riaditeľ pre marketing a predaj, námestok pre TR a ŘJ, námestok pre logistiku a výrobný námestok.

5.2 Postup pri implementácii

Samotnú implementáciu som rozdelila do štyroch základných krokov, ktoré odporúčajú S. David Young a Stephen F. O'Byrne vo svojej knihe „EVA and Value – Based Management“ s podtitulom „a practical guide to implementation“.

Celá implementácia EVA funguje v štyroch už zmienených východiskách, tzv. „4M“:

Hlavné kroky implementácie sú:

1. Získať záujem predstavenstva a top managementu.
2. Urobiť hlavné strategické rozhodnutia o programe EVA.
3. Vyvinúť plán implementácie.
4. Zaviesť tréningový program.[26]

5.2.1 Krok č. 1 – Získať záujem predstavenstva a top managementu

V tomto kroku je najdôležitejším cieľom získať záujem predstavenstva a top managementu spoločnosti. EVA je predovšetkým proces zmeny, ktorý vyžaduje podporu managementu. Pretože ak riaditeľ a management podniku nebudú koncept EVA plne podporovať, je implementácia tohto konceptu vopred odsúdená na neúspech.

V tomto kroku by sme nemali zabudnúť ani na vlastníkov podniku, ktorí by mali tento krok taktiež plne podporovať, pretože je to krok, ktorý by im mal v budúcnosti prinášať väčšie zisky.

Ďalším krokom pri implementácii EVA by malo byť dôkladné informovanie celého manažérskeho tímu o danej problematike. Je obvyklé, že na začiatku sú niektorí manažéri skeptickí, preto je nevyhnutné docieľiť spoločné pochopenie, ktoré by sa malo realizovať vzájomnou diskusiou a nie len jednostranným informovaním.

Po docielení pochopenia a súhlasu u top manažérov je potrebné toho využiť a to tak, že manažéri budú signalizovať podriadeným, že túto koncepciu plne podporujú a veria jej.

Zásadný význam v tomto kroku má dôkladné vysvetlenie podstaty konceptu EVA a dôvody jeho zavedenia do podniku.

Pokiaľ sa od začiatku realizujú tie správne akcie, je implementácia EVA jedným z najjednoduchších zmenových procesov, ktorým môže spoločnosť prejsť.

5.2.2 Krok č. 2 - Urobiť hlavné strategické rozhodnutia o programe EVA

Definovanie merania EVA

Ekonomická pridaná hodnota sa stane v podniku kľúčovým ukazovateľom pri posudzovaní operatívnych cieľov. EVA bude vychádzať z funkčného účtovného systému.

Hlavným cieľom hodnotového riadenia pomocou EVA nie je len vyčíslenie aktuálnej výšky daného ukazovateľa, ale hlavne súčasnej hodnoty budúcich hodnôt ukazovateľa, čo posilní väzbu medzi krátkodobými a dlhodobými cieľmi podniku.

K vytvoreniu stratégie spoločnosti využívajúcej program riadenia hodnoty je v budúcnosti vhodné implementovať informačné systémy umožňujúce určovať výkonnosť spoločnosti smerom ku konkrétnemu zákazníkovi, produktom a trhom. Dôraz je kladený na pridelovanie prostriedkov len takým projektom, ktoré vedú k rastu hodnoty spoločnosti.

Výpočet EVA

Podrobný výpočet a analýza ukazovateľa EVA za obdobie rokov 1999 – 2004 je uvedená v tretej kapitole tejto práce. V tejto kapitole sú vypočítané dva spôsoby výpočtu ukazovateľa, a to model INFA a klasický výpočet EVA.

Ako vhodný spôsob výpočtu ukazovateľa pre podnik XY, a. s. navrhujem klasický ekonomický model, ktorý vychádza zo vzťahu:

$$EVA = NOPAT - \text{Capital} * WACC \quad (3)$$

Podľa tohto modelu navrhujem upraviť NOPAT a NOA podľa výpočtu uvedeného v tretej kapitole tejto práce, ktorý postačuje na správne vyčíslenie hodnoty EVA. Navyše tento vzťah môžeme rozložiť na tradičné ukazovatele, ktoré slúžia k operatívnejmu riadeniu.

Na porovnanie dosiahnutej hodnoty EVA odporúčam jednoduchým výpočtom využiť aj účtovný model INFA, ktorý používa aj Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR v zverejňovaných finančných analýzach podnikov. Model je jednoduchý na výpočet, avšak odporúčam zohľadniť a prispôsobiť rizikové prirážky výpočtu alternatívneho nákladu na kapitál (r_e).

Zmeny účtovného systému

Zmeny v účtovnom systéme nie sú potrebné, pretože výpočet EVA vychádza z finančného účtovníctva a údaje, ktoré potrebujeme k výpočtu sú dostupné z klasických účtovných výkazov.

Náklady na kapitál

Keďže podnik nie je príliš veľký, odporúčam sledovať náklady na kapitál za celý podnik.

Vlastné náklady na kapitál, ktoré sú súčasťou WACC, odporúčam počítať ako priemer viacerých metód. Pretože každá metóda uprednostňuje iný pohľad na riziko, má podľa môjho názoru tento spôsob výpočtu najväčšiu vypovedaciu schopnosť.

Obdobie výpočtu EVA

Základom je ročný výpočet EVA a stanovenie plánu na ďalšie obdobie. Ale rok je príliš dlhá doba, preto je nutné zvoliť kratšie obdobie (v našom podniku navrhujem štvrťrok), v ktorom by sa nepočítal ukazovateľ EVA, ale tzv. generátory hodnoty. Jedná sa o tradičné

ukazovatele, ktoré ovplyvňujú EVA a je možné využiť ich pri operatívnom riadení na nižších úrovniach organizačnej štruktúry podniku.

Generátory hodnoty – EVA Drivers

Na základe rozkladu ukazovateľa EVA, ktorý je uvedený v tretej kapitole tejto práce, a následnej analýze vplyvov na ekonomickú pridanú hodnotu, som stanovila EVA Drivers, ktoré by mali byť sledované na konci každého štvrťroka.

EVA Drivers:

1. **finančné** EVA drivers:

- rentabilita vlastného kapitálu ROE,
- úročenie cudzích zdrojov $(BU + OBL)/(CZ + Ost.P)$,
- finančná páka – VK/A
- rentabilita celkových aktív ROA,
- zisková marža – $EBIT/Výnosy$,
- obrat celkových aktív – $Výnosy/A$
- celková likvidita
- produktivita práce – $Osobné náklady/Pridaná hodnota$.

2. **nefinančné** EVA drivers:

- pomer odpadov k produkcii – znižovanie odpadov,
- znižovanie práce nadčas,
- % reklamácií z predaných výrobkov,
- % nepodarkov,
- znižovanie nákladovosti výroby,
- využitie strojného zariadenia,
- zvyšovanie výkonových noriem.

Bonifikácia managementu

Odmeňovaniu managementu sa budem venovať v samostatnej kapitole.

5.2.3 Krok č. 3 – Vyvinúť plán implementácie

Plán implementácie zahŕňa:

1. určenie pracovníka zodpovedného za implementáciu EVA – vedúci projektu – musí byť nielen odborne zdatný, ale musí mať aj skúsenosti s vedením tímu ľudí a ich motivovaním. Jeho hlavnými úlohami je zostaviť tím, riadiť ho a koordinovať jednotlivé činnosti. Takouto osobou v našom prípade by mal byť manažér z ekonomického oddelenia, ktorý bude zodpovedať za implementovanie a následné používanie konceptu.
2. určenie tímu osôb, ktoré sa budú na implementácii podieľať – je dôležité, aby sa podnik rozhodol, či zvládne implementáciu EVA sám, alebo bude spolupracovať s externou firmou. V našom prípade navrhujem spoluprácu s poradenskou agentúrou, pretože podnik doposiaľ nevyužíval žiadny ucelený koncept riadenia hodnoty. Takže si myslím, že v záujme správneho zavedenia a ďalšieho fungovania konceptu merania hodnoty EVA, budú pripomienky a rady odborníkov potrebné.

Projektový tím – tvoria ho zamestnanci podniku. Musia byť motivovaní, aby mali záujem na úspešnosti projektu. Medzi hlavné zdroje motivácie by nemala patriť len finančná stránka, ale hlavne možnosť uplatniť svoje znalosti a skúsenosti, seberealizovať sa, určitá miera samostatnosti a zodpovednosti. Členovia tímu sú ovplyvnení rozhodnutiami vedúceho projektu a managementu spoločnosti.

3. stanovenie doby implementácie a vymedzenia jednotlivých krokov – doba implementácie od návrhu predstavenstvu až po úplné zavedenie som stanovila na 88 pracovných hodín, čo predstavuje 11 pracovných dní.

V nasledujúcej tabuľke (Tab. 32) som detailne navrhla jednotlivé kroky implementácia a vymedzila osoby, ktoré by sa na jednotlivých činnostiach mali podieľať.

Tab. 32. Jednotlivé kroky implementácie EVA [Zdroj: vlastný]

Porad. číslo	Aktivita	Zainteresované osoby
1.	Absolvovanie semináru EVA	finančný riaditeľ
2.	Predstavenie konceptu EVA predstavenstvu a vlastníkom podniku	finančný riaditeľ
3.	Rozhodnutie o implementácii EVA do podniku	predstavenstvo, generálny riaditeľ
4.	Informovanie celého manažérskeho tímu o podstate EVA a jej implementácii	generálny riaditeľ, finančný riaditeľ
5.	Príprava a definovanie spôsobu merania EVA	pracovníci z ekonom. úseku, finanč. riaditeľ
6.	Definovanie EVA Drivers	vedúci jednotlivých úsekov, externý poradca
7.	Príprava firemnej dokumentácie k EVA	pracovníci z ekonomického úseku
8.	Definovanie bonusového programu	vedúci person. a mzdového oddelenia, finančný riaditeľ, externý poradca
9.	Určenie tímu osôb zúčastňujúcich sa implementácie	vedúci person. a mzdového oddelenia, finančný riaditeľ, externý poradca
10.	Prezentácia prípravy EVA top managementu, prípadne pozmeňovacie návrhy	finančný riaditeľ, pracovníci z ekonom. oddelenia
11.	Schválenie vypracovanej dokumentácie k EVA a postupu implementácie	generálny riaditeľ
12.	Výber osôb, ktoré majú absolvovať úvodné školenie	vedúci person. a mzdového oddelenia, externý poradca
13.	Zahájenie školenia a tréningu konceptu EVA	vedúci jednotlivých úsekov, externý poradca
14.	Tréning a školenie kompletného konceptu EVA	vedúci jednotlivých úsekov
15.	Záver implementácie - kontrola všetkých činností	finančný riaditeľ, pracovníci z ekonom. oddelenia
16.	Kontrola využívania EVA	pracovník ekonomického oddelenia
17.	Pravidelný tréning EVA	top management, stredný management

Navrhnuté aktivity uvedené v tabuľke sú všeobecné. Tieto sa môžu ešte deliť na jednotlivé činnosti podľa potrieb podniku. Uvedené aktivity neobsahujú analýzu výberu vhodného konceptu riadenia, pretože tá je prevedená v tejto práci spolu s prepočtom nielen jednotlivých možných metód merania výkonnosti podniku, ale aj samotný prepočet ukazovateľa EVA podľa viacerých metód.

Za dôležitú aktivitu považujem stanovenie EVA drivers – finančných aj nefinančných, na ktorých by sa mali podieľať všetci vedúci pracovníci jednotlivých oddelení. Mali by byť vybrané také ukazovatele, ktoré sú v jednotlivých oddeleniach jednoducho merateľné a majú vplyv na hodnotu EVA. EVA drivers budú merané každý štvrt'rok.

Druhou významnou aktivitou je vytvorenie podrobnej internej firemnej dokumentácie, ktorá by popisovala koncept EVA a jeho konkrétne aplikácie na jednotlivých stupňoch podniku. Súčasťou dokumentácie by bol zjednodušený prehľad pre zamestnancov, ktorý by poskytoval informácie o EVA a o jej spôsobe ovplyvňovania v každom oddelení podniku.

Zoznam činností, doba trvania a nabíehanie nákladov

V tabuľke (Tab. 33) sú zobrazené činnosti, ich doba trvania a nabíehanie nákladov jednotlivých činností.

Tab. 33. Výstup MS Project [Zdroj: vlastný]

Č.	Názov aktivity	Trvanie	Zahájenie	Skončenie	Náklady
1.	Implementácia konceptu EVA	88 hodín	4.7.2005 9:00	18.7.2005 18:00	204 200,00 Kč
2.	Prípravná fáza	17 hodín	4.7.2005 9:00	6.7.2005 10:00	18 500,00 Kč
3.	Absolvovanie semináru EVA	10 hodín	4.7.2005 9:00	5.7.2005 11:00	7 000,00 Kč
4.	Prezentácia konceptu EVA predstavenstvu a vlastníkom	3 hodín	5.7.2005 11:00	5.7.2005 15:00	1 500,00 Kč
5.	Rozhodnutie o implementácii EVA do podniku	0 hodín	5.7.2005 15:00	5.7.2005 15:00	0,00 Kč
6.	Informovanie celého managementu o podstate EVA a implementácii	4 hodín	5.7.2005 15:00	6.7.2005 10:00	10 000,00 Kč
7.	Fáza implementácie	71 hodín	6.7.2005 10:00	18.7.2005 18:00	185 700,00 Kč
8.	Príprava a definovanie merítok EVA	16 hodín	6.7.2005 10:00	8.7.2005 10:00	16 000,00 Kč
9.	Definovanie EVA Drivers	16 hodín	11.7.2005 9:00	12.7.2005 18:00	56 000,00 Kč
10.	Príprava firemnej dokumentácie k EVA	24 hodín	8.7.2005 10:00	13.7.2005 10:00	14 400,00 Kč
11.	Definovanie bonusového programu	16 hodín	8.7.2005 10:00	12.7.2005 10:00	24 000,00 Kč
12.	Určenie tímu osôb zúčastňujúcich sa implementácie	2 hodín	13.7.2005 10:00	13.7.2005 12:00	400,00 Kč
13.	Prezentácia prípravnej fázy EVA - pozmeňovacie návrhy	3 hodín	13.7.2005 12:00	13.7.2005 16:00	1 500,00 Kč
14.	Schválenie vypracovanej dokumentácie k EVA a postupu implementácie	0 hodín	13.7.2005 16:00	13.7.2005 16:00	0,00 Kč
15.	Výber osôb, ktoré majú absolvovať úvodné školenie	2 hodín	13.7.2005 16:00	13.7.2005 18:00	400,00 Kč
16.	Zahájenie školenia a tréningu konceptu EVA	4 hodín	14.7.2005 9:00	14.7.2005 13:00	2 000,00 Kč
17.	Tréning a školenie kompletného konceptu EVA	16 hodín	14.7.2005 14:00	18.7.2005 13:00	66 000,00 Kč
18.	Záverečná fáza	4 hodín	18.7.2005 14:00	18.7.2005 18:00	5 000,00 Kč
19.	Záver implementácie - kontrola všetkých činností	4 hodín	18.7.2005 14:00	18.7.2005 18:00	5 000,00 Kč

Tabuľka obsahuje jednotlivé činnosti, dobu trvania, ktorú budú musieť zainteresované osoby jednotlivým činnostiam venovať. V praxi sa môže na jednej činnosti podieľať viac zamestnancov, čím sa doba trvania jednotlivých činností skráti.

Tabuľka obsahuje aj nabíehanie nákladov pri jednotlivých činnostiach. Hlavné náklady, ktoré podniku pri implementácii vzniknú sú mzdové náklady pre zamestnancov podniku a náklady spojené so zaplatením externého poradcu, ktorý pomáha pri zavádzaní konceptu EVA do podniku XY, a. s..

Návaznosť jednotlivých činností a kritická cesta je zobrazená na Ganttovom diagrame, ktorý je zobrazený v prílohe PIII tejto práce.

Milníky projektu

Zo zadaných činností som určila činnosti, ktoré sú milníkmi projektu. Sú to tie činnosti, ktoré majú dobu trvania nula, ale ich výsledok by zásadne ovplyvnil realizáciu projektu.

Tab. 34. Milníky projektu [Zdroj: vlastný]

Porad. číslo	Popis činnosti	Milníky
1.	Absolvovanie semináru EVA	
2.	Predstavenie koceptu EVA predstavenstvu a vlastníkom podniku	
3.	Rozhodnutie o implementácii EVA do podniku	Milník
4.	Informovanie celého manažérskeho tímu o podstate EVA a jej implementácii	
5.	Príprava a definovanie spôsobu merania EVA	
6.	Definovanie EVA Drivers	
7.	Príprava firemnej dokumentácie k EVA	
8.	Definovanie bonusového programu	
9.	Určenie tímu osôb zúčastňujúcich sa implementácie	
10.	Prezentácia prípravy EVA top managementu, prípadne pozmeňovacie návrhy	
11.	Schválenie vypracovanej dokumentácie k EVA a postupu implementácie	Milník
12.	Výber osôb, ktoré majú absolvovať úvodné školenie	
13.	Zahájenie školenia a tréningu konceptu EVA	
14.	Tréning a školenie kompletného konceptu EVA	
15.	Záver implementácie - kontrola všetkých činností	
16.	Kontrola využívania EVA	
17.	Pravidelný tréning EVA	

Rozhodnutie o implementácii konceptu EVA do podniku – tento milník je pre začatie realizácie projektu veľmi dôležitý, pretože ak predstavenstvo a generálny riaditeľ spoločnosti nebudú presvedčení o vhodnosti zavedenia konceptu EVA do podniku XY, a.s. a neschvália jeho realizáciu, nie je možné tento projekt realizovať. Na druhej strane je koncept EVA koncipovaný tak, že by mal slúžiť hlavne pre vlastníkov a predstavenstvo a mal by im prinášať vyššiu hodnotu z vlastníctva podniku a preto je tu predpoklad, že schválenie projektu je v záujme predstavenstva.

Schválenie vypracovanej dokumentácie k EVA a postupu implementácie – táto fáza implementácie je tiež veľmi dôležitá, pretože ak dokumentácia k projektu nebude vypracovaná správne, nie je možné koncept EVA funkčne implementovať. Aby bola dokumentácia vypracovaná správne, navrhujem pri jej spracovávaní využiť konzultáciu s externým pracovníkom z poradenskej agentúry.

5.2.4 Krok č. 4 – Zaviesť tréningový program

Súčasťou implementácie konceptu EVA je aj tréningový program pracovníkov zainteresovaných na implementácii. Keďže EVA je hlavne o zmene myslenia o podniku, nie je možné ho previesť zo dňa na deň. Je nevyhnutné, aby kľúčové osoby boli školené k porozumeniu EVA, pretože sú to práve ony, ktoré túto koncepciu budú operatívne používať a ich podpora je nutná k zavedení koncepcie na nižšie úrovne podniku.

Tento krok zahŕňa určenie nasledujúcich bodov:

1. vymedzenie osôb zapojených do tréningu a školenia – na začiatku implementácie by sa mal tréningový program týkať zainteresovaných pracovníkov, ktorí riadia jednotlivé úseky. Jedná sa o generálneho riaditeľa, 5 vedúcich manažérov jednotlivých úsekov, manažéra pre akosť a manažéra pre EMS. Celkovo je to 8 ľudí, čo nie je príliš mnoho, takže náklady na zaškolenie nebudú príliš vysoké.
2. spôsob realizácie tréningov a školení – keďže podnik nemá zavedený žiadny koncept riadenia hodnoty, navrhujem využiť na preškolenie a tréning kľúčových zainteresovaných zamestnancov pracovníka z poradenskej agentúry. Po absolvovaní školení a zvládnutí podstaty EVA a jej využívania, môžu zamestnancov nižších úrovní školiť a trénovať už preškolení vedúci pracovníci jednotlivých úsekov.

- Počet tréningových hodín na zamestnanca

Je důležité určit počet hodin školení na každého zainteresovaného zamestnanca a rozdeliť tieto školenia správne v priebehu implementácie konceptu hodnoty EVA a v kontexte pracovnej náplne jednotlivých kľúčových pracovníkov.

- Pokračovanie tréningu aj po skončení implementácie

Tréning zamestnancov by mal pokračovať aj po zavedení konceptu EVA minimálne jedenkrát za pol roka, kde účastníci preberú dosiahnuté výsledky a nové možnosti ovplyvňovania hodnoty pomocou konceptu EVA. Mali by byť postupne školení ďalší pracovníci nižších stupňov organizačnej štruktúry podniku tak, aby boli do zvyšovania hodnoty postupne zapojení všetci zamestnanci, pretože EVA je tak jednoduchý koncept, že môže byť zrozumiteľné vysvetlený aj zamestnancom na nižších úrovniach riadenia.

5.3 Bonusový program EVA a jeho implementácia

Súčasťou implementácie konceptu EVA je aj zavedenie bonusového programu EVA, ktorý má slúžiť predovšetkým na motivovanie pracovníkov, ktorí by mali každou svojou činnosťou prispievať k tvorbe ekonomickej pridanej hodnoty.

Podstata bonusového programu EVA spočíva v tom, že bonus je vyplatený len v prípade, že EVA je kladná, a teda vlastníci získavajú z podniku viac ako by bol zisk z alternatívnej investície, a tak časť tohto prebytku dajú zamestnancom podniku v podobe prémie.

Výrazným prvkom je, že tento systém nemá obmedzenia – dolná ani horná hranica nie sú stanovené, prémie ja závislá len na vývoji EVA.

Dôležitým prvkom motivačného programu je tzv. **bonus bank**. To znamená, že nie je vždy vyplatený celý bonus, ktorý je vytvorený v danom roku, ale len jeho jedna štvrtina z hodnoty bonus bank. Dôvodom je, že v niektorých rokoch bude bonus záporný, a pokiaľ bude stav v bonus bank dostatočný, bude vyplatený bonus znížený o zápornú hodnotu EVA v súčasnom období.

Z pohľadu vlastníkov má bonus bank pozitívne pôsobenie z hľadiska dlhodobej motivácie pracovníkov. Jedná sa hlavne o motiváciu k dlhodobému pohľadu EVA. Nezameriavanie sa len na jedno obdobie, ale jedná sa o pohľad z dlhodobej perspektívy.

Aby bol pre zamestnancov EVA Bonus motivujúci, mal by tvoriť dôležitú časť celkovej odmeny, približne 20 - 35 % mzdy. Pružná časť odmeny by mala byť vyššia u top manažérov.

Tento program založený na EVA by mal podporiť zmenu myslenia a chovania pracovníkov. Bonus systém má motivovať pracovníkov k mysleniu a chovaniu podobnému vlastníkom podniku.

5.3.1 Bonifikácia managementu

Odmeňovanie managementu je dôležitou súčasťou konceptu EVA, pretože práve management môže svojou činnosťou najviac ovplyvniť hodnotu EVA. V začiatkovej fáze zavedenia konceptu EVA, navrhujem do modelu bonifikácie zahrnúť pracovníkov vyššieho a stredného managementu. Pri implementácii systému bonusov managementu musíme stanoviť:

1. osoby, ktoré budú na základe výsledkov EVA v managemente odmeňované

Top management – z radov top managementu by mali do tohoto systému odmeňovania patriť: generálny riaditeľ spoločnosti, manažér pre akosť, manažér pre EMS a riaditelia jednotlivých úsekov - finančný riaditeľ, riaditeľ pre marketing a predaj, námestok pre TR a ŘJ, námestok pre logistiku a výrobný námestok.

2. citlivosť bonusov na výšku EVA

Systém bonusov by mal byť rozdelený na dve fázy.

Prvá fáza by sa mala používať pri zavedení systému a dosiahnutí stabilizácie EVA v kladných hodnotách. V tejto fáze navrhujem používať na výpočet bonusov vzťah, ktorý je založený na dvoch komponentoch. Prvý komponent je určité percento z absolútnej výšky EVA (Z %), druhým prvkom je podiel z prírastku EVA v danom období (Y %).

Druhá fáza bude zavedená do podniku až po stabilizácii EVA v kladných hodnotách. Nastavenie bonusov bude závisieť už len od prírastkov EVA

3. vzťah k nefinančným merítкам

Výplacanie bonusov EVA by malo zohľadňovať aj vývoj nefinančných merítok, ktoré sa budú sledovať podľa spomínaných nefinančných EVA drivers.

Výpočet bonusov

Existuje niekoľko modelov výpočtu EVA. Pre tento podnik som navrhla model, ktorý by sa uplatňoval v prvej fáze zavedenia konceptu EVA, pretože podnik vykazuje zápornú hodnotu EVA. V nasledujúcej tabuľke som previedla prepočet, ako by vyzeral bonusový model v posledných šiestich rokoch hospodárenia podniku, tj. v období 1999 – 2004.

Tento prepočet som počítala na základe vzťahu:

$$\text{Bonus} = \text{EVA} * Z \% + \text{zmena EVA} * 5 * Y\% \quad (18)$$

Ako percento z absolútnej výšky EVA som pre ukážku zvolila $Z = 3 \%$.

Tab. 35. EVA bonusový systém [Zdroj: vlastný]

	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
EVA	-89 134	-27 735	-7 524	-6 958	7 031	-38 637
EVA * Z %	-2 674	-832	-226	-209	211	-1 159
zmena EVA	x	61 399	20 211	566	13 990	-45 668
zmena EVA*5*Z %	x	9 210	3 032	85	2 098	-6 850
Bonus	x	8 378	2 806	-124	2 309	-8 009
Bonus bank	x	8 378	11 184	11 060	13 369	5 360
Vyplatený bonus	x	0	0	0	3 342	0

Pri bonusovom systéme záleží na počiatočnom roku, v uvedenej tabuľke je počiatočný rok 1999 a od neho sú následne počítané ďalšie údaje. Bonus môže byť vyplatený len v prípade kladnej EVA, pretože v inom prípade systém stráca zmysel pre vlastníkov. Pokiaľ nie je EVA kladná, tak vlastníci nezískavajú dodatočnú hodnotu, naopak ju strácajú.

Tabuľka ukazuje, že bonus je vyplatený len v roku 2003, kedy je dosiahnutá EVA kladná.

Bonus, ktorý je vytvorený v predošlých rokoch ako prírastok EVA, sa ukladá do bonus bank, kedy až po dosiahnutí kladnej hodnoty je jeho časť vyplatená, ako je to v prípade roku 2002.

V druhej fáze, keď je EVA ustálená v kladných číslach, je bonus odvodený len podľa prírastkov EVA, napríklad podľa vzťahu:

$$\text{Bonus} = \text{Zmena EVA} * Y \% \quad (19)$$

Výsledkom výpočtu bonusov je veľkosť celkového bonusu za celý podnik. Takto vypočítanú výšku bonusu musíme rozdeliť medzi zainteresované osoby. V podniku XY, a.s., navrhujem takúto štruktúru podielov na výške bonusu:

- generálny riaditeľ 30 % vytvoreného bonusu - najvyšší podiel prináleží generálnemu riaditeľovi, pretože ten môže ovplyvniť EVA najviac.
- riaditelia jednotlivých úsekov 30 % vytvoreného bonusu - jedná sa o piatich top manažérov, konkrétne: finančný riaditeľ, riaditeľ pre marketing a predaj, námestok pre TR a ŘJ, námestok pre logistiku a výrobný námestok.
- manažér pre akosť, manažér pre EMS 10 % vytvoreného bonusu.
- pracovníci stredného managementu 30 % vytvoreného bonusu - sú to manažéri stredného stupňa z 23 oddelení podniku.

Bonusy managementu sú vyplácané jedenkrát ročne. Skupiny top manažérov a stredných manažérov sú tvorená viacerými osobami, medzi ktorých sa musí bonus rozdeliť. EVA bonus by mal byť rozdelený medzi pracovníkov podľa osobného hodnotenia alebo výkonnosti celého oddelenia. Takýmto spôsobom budú všetci vedúci pracovníci motivovaní a zainteresovaní na zlepšovaní EVA.

Nastavenie bonusov by malo schvalovať predstavenstvo spoločnosti alebo priamo vlastníci podniku.

5.3.2 Bonifikácia ostatných zamestnancov

Po úspešnom zavedení tohto systému by sa v budúcnosti mal zaviesť model bonifikácie aj medzi ostatných pracovníkov. Predstavenie novej podoby bonusového systému vo väzbe na EVA medzi všetkými pracovníkmi podniku podporuje proces zmeny, pretože všetci zamestnanci sa vždy zaujímajú o svoju výplatnú pásku.

5.3.3 Riziková analýza projektu a návrh opatrení na ich zníženie

Stanovenie faktorov rizika je účelné, pretože ich možný budúci vývoj by mohol pozitívne ale i negatívne ovplyvniť hospodárske výsledky, ekonomickú efektívnosť alebo finančnú stabilitu. Základom pre určenie rizikových faktorov sú spravidla znalosti, skúsenosti pracovníkov, ktorý pracujú v prostredí cieľového projektu. Stanovenie faktorov rizika

vyžaduje tvorivý prístup, preto po konzultácii s vedúcimi pracovníkmi z ekonomického úseku podniku som určila nasledujúce rizikové faktory:

FINANČNÉ

- **Zníženie investičných aktivít do podniku**, ktoré krátkodobo zvyšujú cenu investovaného kapitálu a tým znižujú hodnotu EVA – manažéri sa obávajú zníženia odmien, ktoré sú viazané na dosiahnutú hodnotu EVA.

Opatrenie: Stanovenie percenta z výšky dosiahnutého zisku, ktoré by malo byť použité na modernizáciu podniku.

- **Nedostatok finančných zdrojov na implementáciu v priebehu projektu**

Opatrenie: Ešte pred začatím implementácie konceptu EVA previesť podrobnú nákladovú analýzu a zabezpečiť finančné prostriedky nutné k financovaniu projektu.

PERSONÁLNE

- **Absencia skúsenosti projektového tímu so zavádzaním konceptu riadenia hodnoty**

Opatrenie: Využitie externej poradenskej agentúry, ktorá skúsenosti s implementovaním konceptu EVA má.

- **Nedostatok kvalifikovaných pracovníkov**

Opatrenie: Výber vhodného školiťa, ktorý pracovníkov potrebných k implementácii, zaškolí. Priebeh školení zabezpečiť pred začatím implementácie, ale aj v priebehu implementácie.

- **Neochota manažérov podieľať sa na implementácii EVA**

Opatrenie: Nastavenie správneho motivačného programu pre manažérov zainteresovaných do implementácie. Manažéri by mali byť dostatočne motivovaní, aby mali záujem na úspešnosti projektu. Medzi hlavné zdroje motivácie by nemala patriť len finančná stránka, ale hlavne možnosť uplatniť svoje znalosti a skúsenosti, seberealizovať sa, určitá miera samostatnosti a zodpovednosti.

ČASOVÉ

- **Nedodržanie časového harmonogramu, ktoré môže následne viesť k zvýšeniu nákladov projektu**

Opatrenie: Previesť podrobnú časovú analýzu jednotlivých činností implementácie pred zahájením projektu, kde bude každej činnosti pridelený dostatočný čas potrebný na jej prevedenie. Zoznámenie pracovníkov s jednotlivými činnosťami, ich časovým harmonogramom a náväznosťami jednotlivých činností. Stanovenie postihov v prípade nedodržania časového harmonogramu.

Po prevedenej analýze rizík doporučujem podniku, aby tieto riziká nepodcenil, a to predovšetkým riziká personálne, pretože úspešné a správne fungovanie konceptu EVA, závisí na pracovníkoch podniku, a predovšetkým na zmene ich myslenia v súlade s konceptom riadenia hodnoty EVA.

Dôležité pre celý projekt je aj dodržiavanie časového harmonogramu a finančného rozpočtu projektu.

Management podniku by mal klásť dôraz na kontrolu priebehu projektu, pretože je to vlastné prvýkrát, čo podnik zavádza podobný projekt do svojho riadenia. Pre management je to celkom nová skúsenosť, a preto by sa mal snažiť vyťažiť z tejto skúsenosti čo najviac.

6 ZHODNOTENIE PROJEKTU

V tejto časti chcem potvrdiť správnosť voľby konceptu EVA, ktorý predstavuje hlavného predstaviteľa moderného prístupu založeného na teórii riadenia hodnoty.

Základom pre výber tohto konceptu bol kriticky literárny rešerš a následná aplikácia poznatkov v oblasti tradičných a moderných ukazovateľov výkonnosti podniku, kde boli zdôvodnené nedostatky jednotlivých konceptov riadenia. Na základe tejto analýzy bol najvhodnejším konceptom pre podnik XY, a. s. vybraný koncept riadenia hodnoty EVA.

Teória riadenia hodnoty sa ukazuje ako vhodný koncept riadenia výkonnosti podniku aj z dôvodu stále dôležitejšej úlohy kapitálových trhov v našom hospodárstve, ktoré tlačia vedenia podnikov k vyčíslňovaniu hodnoty, ktorú podnik tvorí pre jeho investorov, resp. vlastníkov.

Dôležitým zhodnotením projektu je aj porovnanie prínosov a nákladov spojených so zavedením konceptu EVA.

Nákladová analýza projektu bola prevedená v piatej kapitole tejto práce a v nej boli vyčíslené náklady na zavedenie konceptu EVA vo výške 204 200,- Kč. Podstatnú časť nákladov tvoria mzdové náklady pracovníkom zainteresovaných na implementácii a odmena externému školiteľovi.

Kvantifikácia prínosov konceptu je veľmi ťažko vyčísliteľná konkrétnym číslom. Výška dosiahnutej hodnoty EVA v konkrétnom roku závisí od hospodárenia podniku a hlavne od rozsahu investičných aktivít do podniku, ktoré znižujú v danom roku hodnotu EVA, ale v budúcom období môžu predstavovať zvýšenie tejto hodnoty.

Na základe skúsenosti podnikov, ktoré zaviedli do spôsobu riadenia koncept riadenia hodnoty EVA však vyplýva, že správne riadenie výkonnosti podľa EVA pomohlo podnikom vytvárať väčšiu hodnotu pre svojich vlastníkov a tým aj pre všetky zainteresované osoby.

Aplikácia tejto metódy sa začína stále viac presadzovať aj v českých podmienkach a v budúcnosti tak bude zaistená zrovnateľnosť medzi hospodárskymi jednotkami na medzinárodnej úrovni, kde je tento koncept bežnou súčasťou riadenia podniku.

ZÁVER

Variabilita ekonomickej reality v 21. storočí, stále silnejšia globalizácia, úsilie o hľadanie konkurenčných výhod, ale aj zmeny v internom prostredí každej spoločnosti vedú k prekonávaniu doposiaľ pretrvávajúcich manažérskych paradigiem, vyvolávajú tlaky na realizovanie zmien. Je zrejmé, že spoločnosti, ktoré sa nezaobierajú inováciami, ale stále zotrvávajú na tradičných prístupoch riadenia, môžu mať už v strednedobom horizonte vážne problémy so svojou konkurencieschopnosťou a v dôsledku toho aj s ekonomickou prosperitou.

Práve koncept EVA je považovaný za jednu z najvýznamnejších inovácií v podnikových financiách za posledných dvadsať rokov a ukázal sa ako efektívny nástroj na zvyšovanie výkonnosti a efektívnosti spoločnosti a na tvorbu hodnoty pre vlastníkov.

Cieľom mojej práce bolo nájsť vhodný koncept merania a riadenia výkonnosti podniku a ten následne implementovať do riadenia podniku XY, a.s..

Východiskom pre prácu sa stali teoretické poznatky, ktoré sa týkali riadenia hodnoty, jeho významu pre podnik, tradičných a moderných kritérií výkonnosti. Teoretické poznatky boli aplikované na podnik, bola prevedená podrobná analýza výhod a nevýhod jednotlivých konceptov. Významným krokom práce bol výber vhodného konceptu, založeného na riadení hodnoty podniku. Týmto konceptom bol koncept merania a riadenia hodnoty EVA.

Pred samostatným zavedením zvoleného konceptu do praxe podniku, bol zhodnotený súčasný stav riadenia a hodnotenia výkonnosti a bolo prevedené porovnanie konceptu merania výkonnosti používaného v súčasnej dobe v podniku s navrhovaným konceptom.

Po prevedenej analýze súčasného stavu som pristúpila k samotnej aplikácii vybraného konceptu. Implementáciu som rozdelila na tri časti. Prvá časť vymedzuje osoby, ktoré by mali byť do implementácie zapojené, v druhej časti sú definované potrebné kroky pre vlastné zavedenie EVA a posledná tretia časť sa zaoberá motiváciou pracovníkov. Pretože EVA nie je len jeden vzťah, je to komplexný prístup k meraniu a riadeniu hodnoty.

Prínos mojej práce s pohľadu podniku vidím v spracovaní postupu implementácie konceptu EVA, ktorý je v literatúre veľmi málo obsiahnutý a doposiaľ nie je vyvinutý žiadny všeobecný postup implementácie pre podnik.

SUMMARY

The variability of the economic reality in 21st century, restorative globalization, effort to search for competitive advantage, but even changes in companies' internal environment lead to get over continuing managerial paradigms and put a strain on realizing changes. It is evident that companies which don't deal with the innovation, but still keep the traditional concepts of the leading, can have significant problems with their competitiveness and consequently also with economic prosperity.

Currently the concept EVA is considered to be one of the most important innovations in companies' finance in the past twenty years. The concept EVA proved to be an effective instrument to improve the company's performance, efficiency and value creation for shareholders.

The main purpose of this thesis was to implement value based management in the XY, Inc. company. Traditional concepts often fail and lead to wrong decision-making. Therefore it is necessary to look for new tools for valuation and measurement of a company's performance.

This master thesis is divided into steps which are necessary for the implementation process. The first part deals with value based management and performance measurement. This step creates the theoretical basis of the work. The result of this step is to choose an appropriate concept of value based management which will be implemented in the XY, Inc. company. In this case it is the economic value added (EVA).

Finally the process of implementation of EVA in the company is suggested. The implementation is based on the analysis of the present situation of the company described in the previous part. Major questions necessary for the successful implementation of EVA are defined, together with exact procedure of the implementation process. It is closed by the analysis of costs, benefits and risks of this project.

The benefit of this thesis for practice lies in preparation of a detailed plan of implementation. These problems have not been described in literature in detail so far but thanks to the suggestions provided in this thesis the implementation should become easier.

I hope that this thesis has met the present requirements and reached the defined goals.

ZOZNAM POUŽITÉJ LITERATURY

- [1] BLAHA, Y., S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Praha: Management Press, 1995. ISBN 80-85236-05-2.
- [2] BREALEY, R. E., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 5. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- [3] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- [4] DOMINIK, V. *Value Based Management jako nástroj strategického řízení* [online]. [cit. 17. 3. 2005].
<<http://www.managementconsulting.cz/clanky/VBM.PDF>>.
- [5] KAPLAN, R. S., NORTON, D. P. *Balanced Scorecard*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2002. 267 s. ISBN 80-7261-063-5.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [7] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 8086119-57-2.
- [8] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [9] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 1999 – Tabulková část*. [on-line]. [cit. 25.2.2005].
<http://www.mpo.cz/xqw/webdav/-UTF8-/dms_mpo/getPublicFile/954/1048/Fa-99tab.xls>.
- [10] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2000 – Tabulková část*. [on-line]. [cit. 25.2.2005].
<http://www.mpo.cz/xqw/webdav/-UTF8-/dms_mpo/getPublicFile/3302/7944/fa-00-tab.xls>.
- [11] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2001 – Tabulková část*. [on-line]. [cit. 25.2.2005].
<http://www.mpo.cz/xqw/webdav/-UTF8/dms_mpo/getPublicFile/3346/3939/FA-2001-tab.xls>.

- [12] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2002*. [on-line]. [cit. 25. 2. 2005]. <http://www.mpo.cz/xqw/webdav/UTF8dms_mpo/getPublicFile/4469/7215/FINANAL.PDF>.
- [13] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2003*. [on-line]. [cit. 25. 2. 2005]. <http://www.mpo.cz/xqw/webdav/-UTF8-/dms_mpo/getFileinternet/11014/12844/finan-03.pdf>.
- [14] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za 1. až 3. čtvrtletí 2004*. [on-line]. [cit. 25.3.2005]. <http://www.mpo.cz/xqw/webdav/UTF8/dms_mpo/getFileinternet/19379/19832/FINANAL1-3q04.PDF>.
- [15] NEUMAIEROVÁ, I. *Řízení hodnoty*. 1. vyd. Praha: VŠE, Fakulta podnikohospodářská, 1998. 137 s. ISBN 80-7079-921-8.
- [16] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0215-1.
- [17] PAVELKOVÁ, D. *Řízení podnikových financí*. 3. vyd. Zlín: UTB ve Zlíně Fakulta managementu a ekonomiky, 2001. 213 s. ISBN 80-7318-020-0.
- [18] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., *Finance podniku (online)*. [on-line]. 2004. [cit. 15. 3. 2005]. <<http://www.fame.utb.cz/czech/ufu/ufu2.php?ufu=material>>.
- [19] PIVRNEC, J. *Finanční analýza – metody a užití*. Praha: VOX Consult, 1995. ISBN 80-1254-503-4.
- [20] REMEŠ, D. *Projekt zavedení řízení hodnoty ve společnosti ABC, a. s.*. Diplomová práce. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, Fakulta managementu a ekonomiky, 2001. Bez ISBN.
- [21] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 1. vydanie. Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-562-8.
- [22] SINGER, J., A., MILLAR, D. L. *Value-Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco*. [on-line]. Evaluation, ročník 5, číslo 1, apríl 2003. [cit. 20.4.2005]. <<http://www.eva.com/content/evaluation/info/042003.pdf>>.

- [23] ŠULÁK, M., VACÍK, E. *Měření výkonnosti firem*. 1.vyd. Praha: EUPRESS, 2004. 90 s. ISBN 80-86754-33-2.
- [24] VACÍK, E. *Měření výkonnosti podnikatelských projektů i podniků*. [online]. 7. 4. 2004. [cit. 15. 3. 2005]. <http://www.kip.zcu.cz/kursy/SM/SM-fin_analyza-VBM.doc>.
- [25] VYSUŠIL, J. *Metoda Balanced Scorecard v souvislostech*. 1. vyd. Praha: Profess Consulting, 2004. 102 s. ISBN 80-7259-005-7.
- [26] YOUNG, S., D., O'BYRNE, S., F. *EVA and Value-based management*. 2. vyd. New York: McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

ČPK	- Čistý pracovní kapitál
EBITDA	- Zisk před úroky, odpisy a zdaněním
EBIT	- Zisk před úroky a zdaněním
EBT	- Zisk před zdaněním
EAT	- Zisk po zdanění
VBM	- Manažment řízení hodnoty
EVA	- Ekonomická přidaná hodnota
MVA	- Hodnota přidaná trhem
CFROI	- Ukazovatel rentability investic stanovený na podkladě peněžných toků
BSC	- Balanced Scorecard
EFQM	- Evropský model podnikatelské úspěšnosti
CVA	- Cash Value Added
SVA	- Shareholders Value Added
NPV	- Čistá současná hodnota
TSR	- Total Shareholders Return
FGW	- Future Growth Value
NOPAT	- Čistý operativní zisk po zdanění
NOPBT	- Čistý operativní zisk před zdaněním
RONA	- Rentabilita čistých operativních aktiv
NOA	- Čisté operativní aktiva
ROE	- Rentabilita vlastního kapitálu
ROA	- Rentabilita celkového kapitálu
ROI	- Rentabilita investovaného kapitálu
EPS	- Zisk na akcii
FCF	- Free Cash Flow
P/E	- Price Earning Ratio

WACC	- Priemerné vážené náklady na kapitál
A	- Aktíva
ČZ	- Čistý zisk
VK	- Vlastný kapitál
T	- Tržby
FM	- Finančný majetok
V	- Výnosy
VS	- Výrobná spotreba
ON	- Osobné náklady
I	- Nákladové úroky
CK	- Cudzí kapitál
ÚZ	- Úplatné zdroje
i	- Úroková miera
t	- Daňová sadzba
HV	- Hospodársky výsledok
n_{CK}	- Náklady na cudzí kapitál
n_{VK}	- Náklady na vlastný kapitál
r_e	- Náklady na vlastný kapitál
r_f	- Bezriziková prirážka
r_{LA}	- Prirážka za likvidnosť aktív
r_{obch}	- Prirážka za obchodné riziko
$r_{finstab}$	- Prirážka za finančnú stabilitu
r_{finstr}	- Prirážka z finančnej štruktúry
HPCF	- Hrubý prevádzkový cash flow
HNA	- Hodnota neodpisovaných aktív
SHI	- Súčasná hodnota investícií
IRR	- Vnútorne výnosové percento

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obr. 1. Podiel výrobných skupín na tržbách v roku 2003	11
Obr. 2. Organizačná štruktúra spoločnosti XY, a. s.	13
Obr. 3. Štruktúra finančnej analýzy a finančné riadenie podniku[24].....	22
Obr. 4. Vývoj ukazovateľov rentability v rokoch 1999 – 2004[Zdroj: vlastný]	27
Obr. 5. Vývoj ukazovateľov aktivity v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný].....	30
Obr. 6. Vývoj ukazovateľov zadĺženosti v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný].....	32
Obr. 7. Vývoj ukazovateľov likvidity v rokoch 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]	33
Obr. 8. DuPontov Rozklad ROE za obdobie 2002 – 2004. [Zdroj: vlastný].....	35
Obr. 9. Schéma konštrukcie ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty[24].....	43
Obr. 10: Metódy výpočtu nákladov na vlastný kapitál[6]	46
Obr. 11. Hodnoty EVA v období od 1999 -2004. [Zdroj - vlastný]	55
Obr. 12. Rozklad ukazovateľa EVA [Zdroj: vlastný].....	56
Obr. 13. Rozklad ROE [Zdroj: vlastný].....	57
Obr. 14. Rozklad ROA [Zdroj: vlastný]	58
Obr. 15. Rozklad EBIT/Výnosy [Zdroj: vlastný]	59
Obr. 16. Rozklad Aktíva [Zdroj: vlastný].....	60
Obr. 17. Rozklad Výnosy [Zdroj: vlastný]	60
Obr. 18. Rozklad r_e [Zdroj: vlastný]	61
Obr. 19. Schéma konštrukcie ukazovateľa MVA[24]	62
Obr. 20. Komponenty CFROI[24].....	66
Obr. 21. Matica investovania[24]	68
Obr. 22. Vývoj rozdielu CFROI a WACC za obdobie 1999 -2004. [Zdroj - vlastný]	70
Obr. 23. Strategická mapa BSC [Zdroj: vlastný].....	77
Obr. 24. Porovnanie tradičného systému bonusov a bonusov EVA [7]	80
Obr. 26. Model zobrazenia EVA.[24].....	82
Obr. 27. Vývoj EBITDA a EVA za obdobie 1999 -2004. [Zdroj: vlastný].....	85

ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1. Počet zamestnancov.....	12
Tab. 2. Ukazovatele rentability za obdobie 1999 – 2000 (v %)[Zdroj: vlastný].....	26
Tab. 3. Tradičné ukazovatele za obdobie 1999 -2000 (v tis. Kč) [Zdroj: vlastný].....	28
Tab. 4. Ukazovatele aktivity za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný].....	29
Tab. 5. Ukazovatele zadĺženosti za obdobie 1999 – 2004 [Zdroj: vlastný]	30
Tab. 6. Ukazovatele likvidity za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný].....	32
Tab. 7. Z-score[21]	36
Tab. 8. Z-score za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný].....	37
Tab. 9. Index IN95, IN99, IN01 za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]	38
Tab. 10. Škály indexu IN99 [21]	38
Tab. 11. Aktíva [Zdroj: vlastný].....	47
Tab. 12. Okamžitá likvidita [Zdroj: vlastný].....	48
Tab. 13. Nutný finančný majetok [Zdroj: vlastný].....	48
Tab. 14. Finančné investície [Zdroj: vlastný].....	48
Tab. 15. Nedokončené investície [Zdroj: vlastný].....	49
Tab. 16. Rezervy [Zdroj: vlastný].....	49
Tab. 17. Krátkodobé, explicitne neúročené záväzky [Zdroj: vlastný].....	50
Tab. 18. NOA [Zdroj: vlastný]	50
Tab. 19. Zisk z bežnej činnosti [Zdroj: vlastný].....	50
Tab. 20. Nákladové úroky [Zdroj: vlastný]	50
Tab. 21. NOPAT [Zdroj: vlastný].....	51
Tab. 22. WACC [Zdroj: vlastný].....	51
Tab. 23. EVA1 [Zdroj: vlastný].....	51
Tab. 24. WACC – priemer metód [Zdroj: vlastný].....	52
Tab. 25. EVA 2 [Zdroj: vlastný].....	52
Tab. 26. EVA 3 – model INFA [Zdroj: vlastný]	53
Tab. 27. Rozdelenie podnikov podľa hodnoty EVA [17].....	54
Tab. 28. Porovnanie rôznych metód výpočtu EVA	54
Tab. 29. CFROI za obdobie 1999 -2004 [Zdroj: vlastný]	69
Tab. 30. Rozdiel CFROI a WACC [Zdroj: vlastný].....	69

Tab. 31. Balanced Scorecard [Zdroj: vlastní]	76
Tab. 32. Jednotlivé kroky implementácie EVA [Zdroj: vlastní]	92
Tab. 33. Výstup MS Project [Zdroj: vlastní]	93
Tab. 34. Milníky projektu [Zdroj: vlastní].....	94
Tab. 35. EVA bonusový systém [Zdroj: vlastní]	98

ZOZNAM PRÍLOH

- P I Stanovenie nákladov na kapitál podniku rôznymi spôsobmi.
- P II Výkazy podniku XY, a. s.
- P III Ganttov diagram implementácie EVA.

PRÍLOHA P I: STANOVENIE NÁKLADOV NA KAPITÁL PODNIKU RÔZNYMI POSTUPMI

A. STANOVENIE NÁKLADOV NA VLASTNÝ KAPITÁL

1. Model oceňovania kapitálových aktív (CAPM)

Keďže analyzovaná spoločnosť XY, a.s. nie je obchodovaná na kapitálovom trhu, zvolíme použitie modelu CAPM s náhradnými odhadmi β . Náhradným spôsobom ako určiť koeficient β je napríklad metóda analógie. Táto metóda spočíva v tom, že použijeme β podobných podnikov. Pri tejto metóde rovnako berieme do úvahy vplyv kapitálovej štruktúry. Výpočet β koeficientu upravujem podľa vzťahu:

$$\beta_z = \beta_n \times \left\{ 1 + (1 - T) \frac{CK}{VK} \right\}$$

$$\beta_{1999} = 1,923 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) \frac{255808}{156297} \right\}$$

$$\beta_{2000} = 1,923 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) \frac{222648}{157197} \right\}$$

$$\beta_{2001} = 1,923 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) \frac{185470}{167946} \right\}$$

$$\beta_{2002} = 1,923 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) \frac{173646}{180780} \right\}$$

$$\beta_{2003} = 1,923 * \left\{ 1 + (1 - 0,31) \frac{177750}{210160} \right\}$$

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
rf	7,60	6,50	6,30	5,10	4,00	4,80
beta nezadĺžená	1,923	1,923	1,923	1,923	1,923	1,923
beta zadĺžená	5,319	4,603	3,589	3,122	2,749	3,203
riziková prirážka	7,50	7,50	7,50	7,00	7,00	7,00
re	47,49	41,02	33,22	26,95	23,24	27,22

β_z = β vlastného kapitálu u zadĺženej firmy

β_n = β vlastného kapitálu pre nulovom zadĺžení

T = sadzba dane z príjmu

CK = cudzí kapitál

VK = vlastný kapitál

2. Priemerná rentabilita odvetvia

Je to ďalšia možnosť ako určiť náklady na vlastný kapitál. Sú to údaje o priemernej rentabilite vlastného kapitálu v odvetví.

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Rentabilita odvetvia	12,65%	12,03%	10,23%	11,04%	16,94%	17,55%

3. Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu

Pri tomto modeli berieme do úvahy, že náklady na vlastný kapitál sú väčšie ako náklady na cudzí kapitál. Dôvodom je skutočnosť, že vlastník nesie väčšie riziko ako veriteľ a požaduje teda vyšší výnos. Z toho vyplýva nasledovný postup:

- zistíme reálnu úroveň nákladov na cudzí kapitál
- k nákladom na cudzí kapitál prirazíme niekoľko percentných bodov, a tým získame určitý odhad nákladov na vlastný kapitál

Prirážka za vyššie riziko sa stanovuje od 2 do 3. V tomto prípade odhadnem prirážku na 2,5 %, a tým sa získa výsledná hodnota nákladov vlastného kapitálu.

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Nominálna úroková sadzba úveru	10,00	8,00	7,00	5,00	4,80	4,80
Náklady na cudzí kapitál	6,90	5,52	4,83	3,45	3,31	3,31
Prirážka za vyššie riziko	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
r_e	9,40	8,02	7,33	5,95	5,81	5,81

4. Dividendový model

Spoločnosť XY, a.s. je akciovou spoločnosťou, ale v sledovanom období nevyplácala dividendy, preto tento model nie je pre podnik použiteľný.

5. Stavebnicový model

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podn.} + r_{finstab}$$

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
r_f – bezriziková prirážka	7,60%	6,50%	6,30%	5,10%	4,00%	4,80%
r_{LA} - prirážka za likvidnosť akcií	4,58%	4,52%	4,51%	4,45%	4,36%	4,62%
$r_{obch.}$ - riziková prirážka za obchodní riziko	9,49%	3,95%	3,07%	1,70%	0,00%	3,71%
$r_{FinStab}$ - riziková prirážka z rizika fin. stability	10,00%	1,24%	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%
WACC	31,67%	16,21%	13,88%	11,25%	8,36%	13,18%
r_e	35,50%	17,19%	13,40%	11,56%	9,22%	17,37%

Priemerné náklady na vlastný kapitál

Pomocou každej metódy pre výpočet nákladov na vlastný kapitál bol získaný iný výsledok. Z týchto výsledkov môžeme vybrať najviac objektívnu metódu, alebo vypočítať aritmetický priemer alebo vážený aritmetický priemer, kde priradíme výsledkom jednotlivých metód určité váhy.

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Beta odvetvie	47,49%	41,02%	33,21%	26,95%	23,24%	27,22%
Priemer. rentabilita odvetvia	12,65%	12,03%	10,23%	11,04%	16,94%	17,55%
Odvodenie z nákladov na cudzí kapitál	9,40%	8,02%	7,33%	5,95%	5,81%	5,81%
Stavebnicová metóda	35,50%	17,19%	13,40%	11,56%	9,22%	17,37%
Priemerné náklady na VK	26,26%	19,56%	16,04%	13,88%	13,80%	16,99%

B. STANOVENIE NÁKLADOV NA CUDZÍ KAPITÁL

Náklady kapitálu, ktoré podnik získa formou dlhu sa vyjadrujú v podobe úroku, ktorý podnik musí zaplatiť. Podnik XY, a.s. využíva k svojmu dlhodobému financovaniu bankový úver ako cudzí zdroj. Existuje niekoľko metód pre vyjadrenie nákladov na cudzí kapitál:

1. Úroková sadzba bankového úveru

Je to najjednoduchší spôsob vyjadrenia nákladov cudzieho kapitálu

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Nominálna úroková sadzba úveru	20,00%	8,00%	6,00%	2,50%	0,70%	4,00%
Náklady na cudzí kapitál	13,80%	5,52%	4,14%	1,73%	0,48%	2,76%

2. Vzťah: Nákladové úroky / bankové úvery

Tento vzťah použijeme, ak nepoznáme úrokovú sadzbu bankového úveru. V tomto prípade môže nastať rada problémov, napríklad dôjde k splateniu bankového úveru v priebehu roka alebo na konci roka nemusí byť vykázaná žiadna hodnota bankového úveru, zatiaľ čo nákladové úroky existujú. Preto je vhodnejšie používať vzťah: $\text{Úroky} / ((\text{BÚ na začiatku roka} + \text{BÚ na konci roka})/2)$.

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Úročené cudzie zdroje	65 647,00	84 469,00	76 934,00	84 500,00	82 500,00	105 422,00
Priemerné úročené cudzie zdroje	x	75 058,00	80 701,50	80 717,00	83 500,00	93 961,00
Nákladové úroky	18 649,00	17 622,00	16 648,00	11 496,00	6 709,00	5 145,00
r_d (úročené cudzie zdroje na konci roku)	28,41%	20,86%	21,64%	13,60%	8,13%	4,88%
r_d (priemerné úročené cudzie zdroje)	x	23,48%	20,63%	14,24%	8,03%	5,48%

3. Alternatívny spôsob založený na trhových dátach

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Výnosnosť štátnych dlhopisov	7,60%	6,50%	6,30%	5,10%	4,00%	4,80%
EBIT / Nákladové úroky	0,100	1,062	1,420	2,082	5,623	1,654
Rating	D	CCC	B-	BB	A+	B
Riziková prirážka	20,00%	8,00%	6,00%	2,50%	0,70%	4,00%
r_d	20,00%	8,00%	6,00%	2,50%	0,70%	4,00%

Ako vychádzajúcu hodnotu použijeme nominálnu hodnotu bankového úveru, ktorá je najpresnejším vyjadrením. Do úvahy vezmeme 31% daň z príjmu.

Roky	rok 1999	rok 2000	rok 2001	rok 2002	rok 2003	rok 2004
Nominálna úroková sadzba úveru	20,00%	8,00%	6,00%	2,50%	0,70%	4,00%
Náklady na cudzí kapitál	13,80%	5,52%	4,14%	1,73%	0,48%	2,76%

PRÍLOHA P II : VÝKAZY PODNIKU XY, A. S.

Súvaha k 31. 12. za obdobie od 1999 -2004

AKTIVA							
		1999	2000	2001	2002	2003	2004
a	b						
	AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+28+55)	41393 4	38740 3	36275 9	36030 5	38805 2	74922 6
	Pohľadávky za upsané vlastní jmění	0	0	0	0	0	0
	Stálá aktiva (ř. 04+12+22)	25550 2	21149 0	19842 4	19224 9	19193 6	74922 6
I.	Nehmotný investiční majetek (ř.05 až 11)	1415	940	1279	1620	5920	32418 5
I. 1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumné a obdobné činnosti	0	0	0	0	0	0
3.	Software	1018	628	858	821	5403	6224
4.	Ocenitelná práva	397	312	227	142	71	213
5.	Jiný nehmotný investiční majetek	0	0	0	0	0	0
6.	Nedokončené nehmotné investice	0	0	194	657	446	1103
7.	Poskytnuté zálohy na nehmotný investiční majetek	0	0	0	0	0	0
II.	Hmotný investiční majetek (ř. 13 až 21)	18873 7	17855 0	16714 5	16062 9	15601 6	31664 5
II. 1.	Pozemky	5982	5885	5995	5802	5802	36504 1
2.	Budovy, haly a stavby	80743	78000	73658	72097	70438	14253 5
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	91233	81714	70282	63652	65141	12879 3
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
5.	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
6.	Jiný hmotný investiční majetek	5263	6997	11941	10796	9058	19854
7.	Nedokončené hmotné investice	3563	4197	2578	2517	3096	5613
8.	Poskytnuté zálohy na hmotný investiční majetek	1953	1757	2691	5765	2481	8246
9.	Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
III.	Finanční investice (ř. 23 až 27)	65350	32000	30000	30000	30000	60000
III. 1.	Podíl, cenné pap. a vklady v podn. s rozhodujícím vlivem	0	2000	0	0	0	60000
2.	Podíl, cenné pap. a vklady v podn. s podstatným vlivem	65050	0	0	0	0	0
3.	Ostatní investiční cenné papíry a vklady	300	30000	30000	30000	30000	60000
4.	Půjčky podnikům ve skupině	0	0	0	0	0	0
5.	Jiné finanční investice	0	0	0	0	0	0
	Oběžná aktiva (ř. 32+39+47+57)	14439 2	16263 7	15595 0	13397 9	19218 3	18406 4
I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	56016	67061	66918	13397 9	63177	70296
I. 1.	Materiál	30386	40140	35982	76122	34509	34296
2.	Nedokončená výroba a polotovary	13351	15387	18847	34234	17108	20287
3.	Výrobky	9029	8973	9365	18338	8681	11180
4.	Zvířata	0	0	0	0	0	0
5.	Zboží	3250	2561	2724	5285	2806	4493
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	73	40
II.	Dlouhodobé pohľadávky (ř. 40 až 47)	0	0	0	0	0	0

II.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
	2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0
	3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a úč. sdružení	0	0	0	0	0	0
	5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	
	6.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
	7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
	8.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0
III.		Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	77926	82934	78341	83490	95049	88365
III.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	59758	73028	74630	75292	88871	88179
	2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0
	3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a úč. sdružení	9170	0	0	0	0	0
	5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
	6.	Stát-daňové pohledávky	2710	3619	663	4166	3852	45
	7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0
	8.	Dohadné účty aktivní	18	51	0	0	0	94
	9.	Jiné pohledávky	6288	6287	3048	4032	2326	47
IV.		Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	10450	12642	10691	20798	33957	25403
IV.	1.	Peníze	649	865	478	233	494	719
	2.	Účty v bankách	9801	11777	10213	20565	33463	24684
	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
	4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
I.		Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	14022	13225	8385	6146	3933	3616
I.	1.	Náklady příštích období	13593	12970	7324	6146	768	2323
	2.	Komplexní náklady příštích období	1	0	0	0	3154	1286
	3.	Příjmy příštích období	428	255	1061	0	11	7

		PASIVA						
a		b	1999	2000	2001	2002	2003	2004
		PASIVA CELKEM (ř. 68 + 85 + 118)	41393 4	38740 3	36275 9	24998 7	26894 9	32497 5
		Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 78 + 81 + 84)	15629 7	15719 7	16794 6	24998 7	18076 2	20974 5
I.		Základní kapitál (ř. 70 až 72)	22820 3	22820 3	22820 3	22820 3	22820 3	22820 3
	1.	Základní kapitál	22820 3	22820 3	22820 3	22820 3	22820 3	22820 3
	2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0
	3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
II.		Kapitálové fondy (ř. 74 až 77)	0	0	312	12	12	12
II.	1.	Emisní ážio	0	0	0	0	0	0
	2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	312	312	312	312
	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	-300	-300	-300
	4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
III.		Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 79 + 80)	20152	19906	20021	20527	21167	24721

III.	1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	19109	19109	19164	19685	20343	21813
	2.	Statutární a ostatní fondy	1043	857	857	842	824	2908
IV.		Výsledek hospodaření minulých let (ř. 82 + 83)	-75273	-92059	-91025	-81112	-68620	-43191
IV.	1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0	0			
	2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-75273	-92059	-91025	-81112	-68620	-43191
V.		Výsledek hosp.běžného úč.období (+/-) (výkaz zisků a ztrát)	-16785	1087	10435	0	0	0
		Cizí zdroje (ř. 86 + 91 + 102 + 114)	25580 8	22264 8	18547 0	1245	88187	11523 0
I.		Rezervy (ř. 87 až 90)	0	0	1061	0	4068	7659
I.	1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	4068	7659
	2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	1061	0	0	0
	3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0
	4.	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0
II.		Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)	45203	0	0	0	1619	2149
II.	1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
	2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	45203	0	0	0	0	0
	3.	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účast. sdružení	0	0	0	0	0	0
	5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
	6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
	7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
	8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
	9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0	0
	10.	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	1619	2149
III.		Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)	14495 8	13817 9	10747 5	89146	89563	89914
III.	1.	Závazky z obchodních vztahů	10919 0	10740 0	82428	67544	58835	60216
	2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	399	0	0	0	0	0
	3.	Závazky - podstatný vliv	0	21111	18569	16138	0	0
	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účast. sdružení	9635	3834	3525	3708	0	0
	5.	Závazky k zaměstnancům	16268	979	894	908	16172	16196
	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotní pojištění	3219	4153	710	0	4498	4331
	7.	Stát-daňové závazky a dotace	810	17	0	0	1124	3395
	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	1284	685	1349	848		0
	9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
	10.	Dohadné účty pasivní	1127	4187	7307	5482	8831	5743
	11.	Jiné závazky	1284	685	1349	848	103	33
IV.		Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 115 až 117)	65647	84469	76934	84500	82500	10542 2
IV.	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	8586	0	0	9500	7500	30422
	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	57061	84469	76934	75000	75000	75000
	3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
I.		Časové rozlišení (ř. 119 až 120)	702	3371	2036	397	142	84
I.	1.	Výdaje příštích období	492	2754	928	397	142	84
	2.	Výnosy příštích období	210	617	1108		0	0

Účet ziskov a strát k 31. 12. za období 1999 - 2004

	TEXT						
a	b	1999	2000	2001	2002	2003	2004
I.	Tržby za prodej zboží	11289	32268	19364	10862	26264	26075
	Náklady vynaložené na prodané zboží	6803	10563	7443	6342	14917	18336
+	Obchodní marže (ř. 01 - 02)	4486	21705	11921	4520	11347	7739
II.	Výkony (ř. 05 + 06 + 07)	410041	505752	574698	550107	659610	682274
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	404485	492262	554744	547386	648293	665199
	2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2230	2042	4020	-4209	2275	5852
	3. Aktivace	7786	11448	15934	6930	9042	11223
	Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)	257489	331895	364414	334789	415709	467863
	1. Spotřeba materiálu a energie	220966	284594	319401	295036	371196	411178
	2. Služby	36523	47301	45013	39753	44513	56685
+	Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)	157038	195562	222205	219838	255248	222150
	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	132157	139141	154903	157536	171922	174061
	1. Mzdové náklady	96422	101308	113213	113577	121677	126438
	2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	1996	1926	1631	1926	5326	853
	3. Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	33166	35272	39372	39593	42395	44150
	4. Sociální náklady	573	635	687	2440	2524	2620
	Daně a poplatky	470	862	433	933	584	689
	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	28163	28418	29570	29064	30434	33460
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	5680	9315	6219	3280	5812	13891
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	921	3858
	2. Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	4891	10033
	Zůst. cena prodaného dlouhodob. majetku a mater. (ř.23+24)	3985	5506	4372	1941	4512	8639
	1. Zůst. cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	243	462
	2. Prodaný materiál	0	0	0	0	4269	8177
	Změna stavu rezerv a opr.pol.v prov.oblasti a komplex. NPO	-573	2325	-7809	12	10149	5710
IV.	Ostatní provozní výnosy	32944	428	1389	892	2973	5913
	Ostatní provozní náklady	27351	6020	6164	10792	6099	6386
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření [ř. 11-12-17-18+19-22-25+26-27+(-28)-(-29)]	2963	27683	26562	23756	40333	13009
VI..	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	27139	3061	13166	0	0
	Prodané cenné papíry a podíly	0	30000	5050	13131	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finanč. majetku (ř.34 + 35 + 36)	0	0	0	0	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovlád.a říz. osobách a v úč. jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
	2. Výnosy z ostatních dlouhod. cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
	3. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	3050	300	0	0
	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0
	Změna stavu rezerv a opr.pol. ve finanční oblasti	0	3350	1061	-1061	0	0

X.	Výnosové úroky	74	157	362	274	150	78
	Nákladové úroky	18649	17622	16648	11496	6709	5145
XI.	Ostatní finanční výnosy	3898	4817	2480	5780	3744	4106
	Ostatní finanční náklady	5096	5167	5923	7289	6501	8681
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření (ř.31-32+33+ +37-38+39-40-41+42-43+44-45+(-46)-(-47))	-19773	-24026	-19729	-11970	-9316	-9642
	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)	0	0	-3443	-710	1619	530
1.	- splatná	0	0	0	0	0	0
2.	- odložená	0	0	-3443	-710	1619	530
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)	-16810	3657	10276	-468	29398	2837
XIII.	Mimořádné výnosy	26	-5935	180	19	0	0
	Mimořádné náklady	1	-3365	21	0	0	0
	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)	0	0	0	0	0	0
1.	- splatná	0	0	0	0	0	0
2.	- odložená	0	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 - 55)	25	-2570	159	19	0	0
	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)	-16785	1087	10435	-449	29398	2837
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř. 30 + 48 + 53 - 54)	-16785	1087	6992	-1159	31017	3367

PRÍLOHA P III: GANTTOV DIAGRAM IMPLEMENTÁCIE EVA

Č.	Názov aktivity
1.	Implementácia konceptu EVA
2.	Prípravná fáza
3.	Absolvovanie semináru EVA
4.	Prezentácia konceptu EVA predstavenstvu a vlastníkom
5.	Rozhodnutie o implementácii EVA do podniku
6.	Informovanie celého managementu o podstate EVA a implementácii
7.	Fáza implementácie
8.	Príprava a definovanie merítok EVA
9.	Definovanie EVA Drivers
10.	Príprava firemnej dokumentácie k EVA
11.	Definovanie bonusového programu
12.	Určenie tímu osôb zúčastňujúcich sa implementácie
13.	Prezentácia prípravnej fázy EVA - pozmeňovacie návrhy
14.	Schválenie vypracovanej dokumentácie k EVA a postupu implementácie
15.	Výber osôb, ktoré majú absolvovať úvodné školenie
16.	Zahájenie školenia a tréningu konceptu EVA
17.	Tréning a školenie kompletného konceptu EVA
18.	Záverečná fáza
19.	Záver implementácie - kontrola všetkých činností

