

Ekonomický zisk aplikovaný vo vybranej firme

Bakalárska práca

Vedúci práce:

Ing. Bc. Martin Machay, Ph.D

Alžbeta Paločková

Brno 2015

Ďakujem vedúcemu bakalárskej práce pánovi Ing. Bc. Martinovi Machayovi, Ph.D. za trpezlivosť, ochotu, inšpiratívne rady a hlavne za čas, ktorý mi venoval. Taktiež by som sa chcela poďakovať svojim rodičom, vďaka ktorým som dostávala obrovskú dávku podpory a ohľaduplnosti.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že som túto prácu: **Ekonomický zisk aplikovaný vo vybranej firme** vypracovala samostatne a všetky použité pramene a informácie sú uvedené v zozname použitej literatúry. Súhlasím, aby bola moja práca zverejnená v súlade s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách v znení neskorších predpisov, a v súlade s platnou *Smernicou o zverejňovaní vysokoškolských záverečných prác*.

Som si vedomá, že sa na moju prácu vzťahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brne má právo na uzatvorenie licenčnej zmluvy a užitie tejto práce ako školského diela podľa § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Ďalej sa zaväzujem, že pred spísaním licenčnej zmluvy o využití diela inou osobou (subjektom) si vyžiadam písomné stanovisko univerzity o tom, že predmetná licenčná zmluva nie je v rozpore s oprávnenými záujmami univerzity a zaväzujem sa uhradiť prípadný príspevok na úhradu nákladov spojených s vznikom diela, a to až do ich skutočnej výšky.

V Brne dňa 12. mája 2016

Abstract

Paločková, A. Economic profit – application at a given firm. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2016

Economic profit is underestimated indicator in wide spectrum of firms. It has become common, that it is often misinterpreted and confused with the accounting profit. That might be the result of the fact that the company management have not been informed properly. Economic profit is important for estimating the real position of the firm on the market and the main reason is that it also includes items which have not taken into consideration case of classical net income output. The aim of the thesis is to determine whether the company achieves economic profit or loss and if the object of its business is the most efficient possible alternative. In the first part the theoretical basis of performance measurement of a firm is given to the reader. Consequently calculation methods and interpretation of calculated outputs are presented.

Keywords

Economic profit, accounting profit, performance measurement, Economic Value Added (EVA), opportunity cost, cost of capital, CAPM model

Abstrakt

Paločková, A. Ekonomický zisk aplikovaný vo vybranej firme. Bakalárska práca. Brno: Mendelova Univerzita, 2016

Ekonomický zisk je ukazovateľ, ktorému široké spektrum podnikov nevenuje dostatočne veľkú pozornosť. Stáva sa zvykom, že je dezinterpretovaný ako klasický účtovný zisk, čo môže byť následok nedostatočne informovaného manažmentu spoločnosti. Tento indikátor je dôležitý na odhadnutie reálnej pozície firmy na trhu, kvôli tomu že zahŕňa položky s ktorými tradičný výsledok hospodárenia nepočíta. Cieľom tejto práce je určiť či vybraná firma vykazuje ekonomický zisk alebo stratu a či predmet jej podnikania je najefektívnejšia možná alternatíva. V prvej časti je čitateľovi predstavený teoretický pohľad tejto problematiky a možné metódy jej výpočtu. Následne práca obsahuje podrobnú analýzu a interpretáciu vypočítaných výstupov.

Kľúčové slová

Ekonomický zisk, účtovný zisk, merania výkonnosti, Ekonomická pridaná hodnota (EVA), náklady obetovanej príležitosti, náklady na kapitál, CAPM model

Obsah

1	Úvod a cieľ práce	13
1.1	Úvod	13
1.2	Cieľ práce	13
2	Meranie výkonnosti podniku	15
2.1	Ukazovatele výkonnosti	15
2.1.1	Klasické ukazovatele.....	16
2.1.2	Moderné ukazovatele	17
2.2	Ekonomický verzus účtovný zisk	19
3	Moderné metódy merania výkonnosti podniku	21
3.1	Ekonomická pridaná hodnota - EVA.....	21
3.2	Trhová pridaná hodnota – MVA	23
3.3	Peňažná pridaná hodnota – CVA.....	23
3.4	Výnosnosť investície – CFROI	24
3.5	Balanced Scorecard systém (BSC).....	25
4	Charakteristika spoločnosti	27
5	Metodika práce	29
6	Výpočet ekonomického zisku	32
	Výpočet EVA za rok 2015	33
	Výpočet EVA za rok 2014.....	35
	Výpočet EVA za rok 2013	36
	Výpočet EVA za rok 2012.....	37
	Výpočet EVA za rok 2011	39
	Výpočet EVA za rok 2010.....	40
7	Interpretácia výsledkov	42
8	Záver	47
9	Literatúra	48

Zoznam grafov

Graf 1: Vzťah NOPAT a EVA	42
Graf 2: Financovanie podniku.....	44
Graf 3: Implicitné náklady	45

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1: Klasické ukazovatele výkonnosti podniku.....	17
Tabuľka 2: Základne rozdiely medzi alternatívnymi a účtovnými nákladmi.....	18
Tabuľka 3: Základné rozdiely medzi účtovným a ekonomickým ziskom.....	20
Tabuľka 4: Daň z príjmu právnických osôb v Slovenskej republike.....	30
Tabuľka 5: Základné údaje zo súvah predmetnej firmy	32
Tabuľka 6: Základné údaje z výkazov zisku a strát predmetnej firmy.....	32
Tabuľka 7: Súhrnné výsledky modelu EVA.....	42
Tabuľka 8: Náklady obetovanej príležitosti (implicitné náklady).....	45
Tabuľka 9: Priebežné výpočty	54

1 Úvod a cieľ práce

1.1 Úvod

Zhodnotiť ekonomickú výkonnosť firmy rýchlym a efektívnym spôsobom je hlavným želaním investorov a vlastníkov spoločností. Pre tieto subjekty je dôležité zhodnotiť, či a ako je podnik schopný posilňovať svoju pozíciu na trhu. Za základný cieľ väčšiny podnikov je možné považovať maximalizáciu zisku a zvyšovanie tržnej hodnoty na dlhšie časové obdobia. Zásadnou otázkou však je, aká je najvhodnejšia a najefektívnejšia metóda merania výkonnosti podniku. Existuje nespočetne veľa prístupov a názorov v oblasti tejto problematiky. S vývojom trhu, dochádza rovnako k rozvíjaniu metód a ukazovateľov merania výkonnosti. V prostredí Slovenskej republiky je pravdepodobne najrozšírenejším trendom klasický prístup hodnotenia výkonnosti firmy. Tento prístup zahŕňa klasické ukazovatele finančnej analýzy, ich výpočet, posúdenie a interpretáciu. Manažment by sa mal v tomto prípade sústrediť na hľadanie možných príčin a vyvodenie dôsledkov z nepriaznivých hodnôt. Pomalým tempom však dochádza k progresu smerom k modernejším metódam hodnotenia výkonnosti podniku. Ide o novšie, hodnotové kritéria, ktoré kladú dôraz najmä na maximalizáciu tvorby hodnoty pre vlastníkov spoločností. V odbornej literatúre je možné nájsť niekoľko takýchto metód, avšak pre účely tejto práce bola vybraná metóda ekonomickej pridanej hodnoty, kvôli schopnosti dospieť ku konečnej hodnote ekonomického zisku.

Práca je zameraná na zhodnotenie výkonnosti vybraného podniku na základe ekonomického zisku. Každý ekonomický subjekt sa snaží dosiahnuť maximálny zisk s využitím minimálnych nákladov. Výkonnosť podniku závisí hlavne na efektívnosti použitia dostupných vstupov a ich transformácie na výstupy (Nicoara, 2013).

Stanovenie ekonomického zisku teda implicitne súvisí s alokáciou rôznych druhov nákladov. Ekonomické riadenie vyžaduje meranie a prísnu kontrolu nad nákladmi firmy. Je to východiskový bod pre stanovenie predajnej ceny produktu či služby, ktorú konkrétna spoločnosť ponúka. Pri vyberaní najlepšej novej alternatívy, ktorú sa podnik chystá uskutočniť z dostupných zdrojov je dôležité racionálne rozhodovanie firmy.

1.2 Cieľ práce

Cieľom bakalárskej práce je zistiť, či vybraná firma vykazuje ekonomický zisk alebo stratu za pomoci merania, odhadu a porovnania nákladov vybraného podniku. Taktiež budú popísané možnosti a spôsoby akými je možné sa k ekonomickému zisku dopracovať. Cieľom práce je taktiež poskytnúť vedeniu firmy relevantné podklady na posúdenie výkonnosti podniku, prípadne ponúknuť možné riešenia ak firma deklaruje ekonomickú stratu, čo implicitne znamená že jej pozícia na trhu klesá.

Štruktúra práce pozostáva z dvoch častí. V prvej časti je venovaná pozornosť teoretickým základom v oblasti ekonomického zisku. V širšom kontexte sú opísané rôzne názory odborníkov na tému výkonnosti podniku, spôsoby merania a rozličné kontradičné postoje ekonómov v tejto oblasti. Ďalej sa práca venuje ukazovateľom výkonnosti podniku, ich klasifikácií a charakteristike. Rovnako sú prezentované ich silné

a slabé stránky. Následne sú popísané moderné metódy merania výkonnosti podniku a ich stručná charakteristika. Väčšia pozornosť je upriamovaná na metódu ekonomickej pridanej hodnoty, vzhľadom k tomu, že táto metóda je zvolená ako nástroj pre výpočet ekonomického zisku v praktickej časti. Prvá časť rovnako obsahuje charakteristiku predmetnej spoločnosti, z ktorej účtovných výkazov budú čerpané vstupné údaje na konkrétne výpočty. Druhá časť tejto bakalárskej práce je venovaná metodike a kalkulácií ekonomického zisku aplikovaného na predmetnú spoločnosť. Metodika obsahuje podrobnú deskripciu postupu a potrebných informácií na výpočet modelu ekonomickej pridanej hodnoty. Rovnako sú charakterizované premenné, ktoré sú v tomto modeli aplikované. Na záver sú kalkulované výstupy interpretované a zdôvodnené.

2 Meranie výkonnosti podniku

Výkon je v najobecnejšej podobe chápaný ako výsledok nejakej činnosti. Fibírová a Šoljaková (2005) chápu výkonnosť podniku ako schopnosť firmy zhodnotiť spotrebované zdroje v konkrétnom období a vytvárať vlastnou činnosťou zisk.

Horváth a Reichmann (2003) opisujú meranie výkonnosti ako systémové meranie zložené z viacerých dimenzií (náklady, kvalita, čas, spokojnosť zákazníkov, schopnosť inovácií, rozvoj ľudských zdrojov). Cieľom je vyjadriť výkonnosť rôznych objektov v podniku (zamestnancov, procesov, organizačných jednotiek). Riadenie výkonnosti je možné chápať ako spôsob riadenia založený na vyhodnocovaní finančných aj nefinančných ukazovateľov, tzv. „*klúčových ukazovateľov výkonnosti*“, ktorých sústava je zrozumiteľná, má ucelenú koncepciu a je integrovaná do celopodnikového systému riadenia.

Kľúčové ukazovatele výkonnosti (Key Performance Indicators – KPI) sa často využívajú pre vnútorné meranie finančných, prevádzkových, organizačných a ďalších kategórií výkonu ako kvantitatívne, tak aj kvalitatívne. Aby KPI pomohli zdokonaľiť chod firmy musia byť konsenzuálne. Koncept KPI je efektívny hlavne v prípade, ak na meranie systému kombinuje individuálne a organizačné ciele, takže podnik je schopný odhaliť chyby a urobiť rýchle a transparentné nápravy na objektívnej a merateľnej báze za účelom najefektívnejšieho využitia organizačných zdrojov (Liao, Hsiao, 2013).

Vzhľadom na súčasnú ekonomickú situáciu sa stalo meranie výkonnosti podniku ustavičným predmetom záujmu manažmentu. Odkedy je na tomto založený celý proces, je nesmierne dôležité rozpoznanie nevyhnutnej spätnej väzby na identifikáciu jednak pozitívnych činov, ktoré viedli k priaznivým výsledkom spoločnosti, ako aj negatívnych, za účelom ktorých je uskutočniť nápravu do budúcnosti. Proces merania výkonnosti podniku je potrebné chápať ako dynamický, nepretržitý proces, ktorý zahŕňa dôkladné stanovenie cieľov a porovnáva ich s úrovňou už dosiahnutých výsledkov. (Ganea, 2010).

Firmy všetkých veľkostí praktizujúcich ekonomickú činnosť v akejkoľvek z oblastí by mali dôsledne monitorovať a sledovať hodnoty ukazovateľov, ktoré indikujú výkonnosť podniku. To by pre ne znamenalo že majú silné predpoklady na vystúpenie z radu takzvaných „*priemerných*“ firiem. Boli by schopné sledovať a vyhodnocovať kľúčové aspekty, ktoré napokon prinesú takú úroveň ziskovosti, ktorá podnikom ponúkne príležitosti spojené s bonifikáciou akú si „*priemerné*“ spoločnosti nebudú môcť dovoliť (Allen, 2016). Inými slovami, Kate Allen je presvedčená o tom, že ak si podnik dostatočne zodpovedne sleduje ukazovatele finančnej výkonnosti a vyvodzuje z nich príslušné dôsledky, spĺňa tým základný predpoklad na podstatne efektívnejšiu optimalizáciu procesov v nasledujúcich obdobiach.

2.1 Ukazovatele výkonnosti

Ukazovatele výkonnosti sú považované za najbežnejšie indikátory, ktoré sú schopné posúdiť výkonnosť firmy. Často nezodpovedajú aktuálnej pozícii podniku na trhu, sú

nepresné, prípadne sú manažmentom neadekvátne interpretované. V súčasnej dobe ich mnoho ekonómov delí na klasické, tzv. tradičné, a moderné ukazovatele.

V 90. rokoch dvadsiateho storočia boli razantne prezentované určité námietky voči klasickým indikátorom ziskovosti firiem ako sú napríklad výška tržieb, zisku, účtovníka rentabilita kapitálu atď., ktoré predstavujú umelé faktory merania veľkosti výstupov spoločností. Tieto výhrady sa okrem necitlivosti voči empiricky zažitým rizikám týkali napríklad toho, že účtovnícky zisk zohľadňoval iba hodnoty externých zdrojov. Výška deklarovaného zisku mohla byť taktiež ovplyvnená procesmi v účtovníctve, ktoré viedli k vytvoreniu nepresných a nekorektných údajov, hlavne kvôli odpočítateľným položkám s cieľom znížiť vymeriavací základ dane a tak manipulovať s povinnosťou voči štátu (Baran, Hrotko, Olejník, 2007).

2.1.1 Klasické ukazovatele

Tieto tradičné ukazovatele popisujú hospodársku úroveň podniku, napríklad z pohľadu návratnosti kapitálu, neodrážajú však riziká. Hlavnou nevýhodou týchto starších ukazovateľov je najmä fakt, že sa sledujú a odvodzujú priamo z účtovných výkazov, a teda nezodpovedajú reálnej kondícii firmy.

Najčastejšie používané ukazovatele podnikovej výkonnosti boli predmetom výskumu Hulta a jeho tímu (2008), ktorý preskúmal 94 výskumných štúdií v rokoch 1995-2005. Tieto sa zaoberali posúdením výkonnosti medzinárodne pôsobiacich firiem. Výsledkom tejto štúdie sa stala skutočnosť, že medzi najčastejšie používané ukazovatele patria tie, ktoré sú založené na tržbách, rentabilite a taktiež mala významné zastúpenie respondentmi subjektívne vnímaná výkonnosť podniku.

K zaujímavým výsledkom prišiel aj výskumný tím autorov Richard, Devinney a kol. (2009), ktorí podrobne analyzovali 722 článkov publikovaných v rokoch 2005 až 2007 v popredných svetových periodikách. Medzi jeden z výsledkov tejto štúdie patrí zistenie, že až v 53 % z článkov sa k meraniu výkonnosti podniku využívali ukazovatele založené na účtovných dátach. Medzi týmito ukazovateľmi autori identifikovali peňažné toky (Cash flow from operations), výsledok hospodárenia pred zdanením a úroky (EBIT), čistý prevádzkový zisk po zdanení (NOPAT), tržby (Sales), rast tržieb (Sales growth). Ďalej ukazovatele rentability, a to konkrétne rentabilita aktív (ROA), rentabilita vlastného kapitálu (ROE), rentabilita investovaného kapitálu (ROIC), rentabilita čistých aktív (RONA) a rentabilita tržieb (ROS).

Tieto štúdie naznačujú, že firmy v dnešnej dobe najčastejšie využívajú ukazovatele, ktoré sa tiež označujú ako klasické, resp. tradičné. Ako už bolo načrtnuté, klasické ukazovatele výkonnosti podniku majú mnoho nedostatkov, avšak v mnohých firmách stále nesú základné informácie pre manažérske rozhodovanie. Často vychádzajú len z predpokladu maximalizácie zisku a potrebné podkladové dáta čerpajú z účtovných výkazov. Tieto ukazovatele je možné rozdeliť do niekoľkých skupín napríklad podľa (Růčková, 2015):

- zadlženosti,
- likvidity,
- rentability,
- aktivity,

Tabuľka 1: Klasické ukazovatele výkonnosti podniku

Kategória	Ukazovateľ	Výpočet
Ukazovatele zadlženosti	Celková zadlženosť	Cudzí kapitál / celkový kapitál
	Stupeň samofinancovania	Vlastný kapitál / celkový kapitál
	Úrokové krytie	(zisk pred zdanením + nákladové úroky) / nákladové úroky
	Finančná páka	Cudzí kapitál/vlastný kapitál
	Dlhodobé krytie stálych aktív	(vlastný kapitál + dlhodobý cudzí kapitál) / stále aktíva
Ukazovatele likvidity	Okamžitá likvidita	Finančný majetok / krátkodobé záväzky
	Pohotová likvidita	(obežné aktíva – zásoby) / krátkodobé záväzky
	Bežná likvidita	Obežné aktíva / krátkodobé záväzky
Ukazovatele rentability	Rentabilita aktív	Čistý zisk + nákladové úroky * (1-sadzba dane) / celkové aktíva
	Rentabilita vlastného kapitálu	Čistý zisk / vlastný kapitál
	Rentabilita tržieb	Zisk pred zdanením / tržby
	Zisková marža	Čistý zisk / tržby
Ukazovatele aktivity	Viazanosť celkových aktív	Suma aktív / tržby
	Obrat celkových aktív	Tržby / suma aktív
	Obrat zásob	Tržby za rok / priemerný stav zásob
	Doba obratu zásob	Priemerné zásoby / denné tržby
	Doba inkasa pohľadávok	Priemerné pohľadávky / denné tržby
	Doba splatnosti záväzkov	Priemerné záväzky / denné tržby na faktúru

Zdroj: Redakcia podnikajte.sk, 2011.

Tieto ukazovatele sa často zaradzujú do skupiny pomerových indikátorov. Medzi základné nedostatky klasických ukazovateľov patrí najmä to, že neberú do úvahy časovú hodnotu peňazí, požiadavky na budúci vývoj podniku ako aj vplyvy rizík a inflácie vychádzajúcich z aktuálnej situácie trhového prostredia.

2.1.2 Moderné ukazovatele

Novodobé indikátory boli sformulované a rozvíjané za účelom vytvoriť reálnejší odraz čistej ekonomickej pozície podniku na trhu. V týchto ukazovateľoch je implementovaný koncept ekonomického zisku, ktorý okrem bežných nákladov zahŕňa aj alternatívne náklady kapitálu, tzv. náklady obetovanej príležitosti. Ďalej sa moderné ukazovatele

vyznačujú spoločným znakom - zameriavajú sa viac na prognózy do budúcnosti na rozdiel od tradičného retrospektívneho konštatovania minulých činností a akcií.

Náklady obetovanej príležitosti je možné definovať ako ekonomický princíp, ktorý sa odvoláva na rozdielnu hodnotu jednej možnosti, ktorá nebola zvolená v situácií, kde sú k dispozícii dve alebo viac alternatív, ktoré sa vzájomne vylučujú. Náklady obetovanej príležitosti kvantifikujú hodnotu premárnenej príležitosti v situáciách kde sú limitované zdroje a museli byť využité na jednu alternatívu na úkor druhej. Napríklad ak sa spoločnosť rozhodne využiť jej obmedzené výrobné priestory a ďalšie zdroje za účelom zvýšenia úrovne produkcie výrobku A, musí zároveň znížiť objem výroby produktu B. Aby bolo možné presne vypočítať úroveň zvýšenia produkcie výrobku A, je nutné aby zodpovední firemní pracovníci odčítali náklady z neuskutočnených výstupov produktu B (náklady obetovanej príležitosti). Tieto alternatívne náklady sú užitočným nástrojom na určenie najziskovejšieho využitia dostupných zdrojov (Woodbury Hooper, 2013).

Keď ekonómovia referujú na alternatívne náklady nejakej činnosti alebo zaobstarania nejakého tovaru či služby, odkazujú vlastne na hodnotu druhej najlepšej alternatívy tejto činnosti či zaobstarania. Za náklady obetovanej príležitosti sa tým pádom považuje to, čoho sa musíme vzdať za účelom to získať (Veldhuis, 2009).

Keďže alternatívne, resp. implicitné náklady ako sa často nazývajú sa zvyčajne neobjavujú v účtovných zápisoch, dostávajú tak veľmi málo pozornosti od firemných účtovníkov. Na rozdiel od nich sú manažéri nútení vedieť stanoviť a identifikovať všetky náklady obetovanej príležitosti, ktoré používajú v určitom smere za pomoci svojich hospodárskych zdrojov s cieľom urobiť najlepšie rozhodnutie. Rozhodovanie sa považuje za zložitý proces a rozlišovanie nákladov je jedným zo základných faktorov na jeho uskutočnenie. Každé rozhodnutie so sebou prináša nejaký druh obeť, a každá táto obeť reprezentuje náklad obetovanej príležitosti. Tieto náklady sú z tohto pohľadu nadradené obyčajným účtovným. Tieto referujú na aktivity, ktoré už boli dosiahnuté, ako minulý alebo historický náklad. Naopak implicitné sa odvolávajú na budúce aktivity, ktoré ešte nenastali. Vychádzajúc z tohto predpokladu, s účtovnými nákladmi už nie je možné nijakým spôsobom manipulovať či ich meniť, keďže už sú pevne stanovené, zapísané a hlavne opisujú minulé činy. Avšak náklady obetovanej príležitosti predpokladajú hypotetické aktivity (príležitosti) orientované do budúcnosti, takže manipulácia s touto kategóriou nákladov prichádza do úvahy. V nasledujúcej tabuľke sú zhrnuté základné rozdiely medzi účtovnými a alternatívnymi/implicitnými/nákladmi obetovanej príležitosti (Šteliac, 2010).

Tabuľka 2: Základne rozdiely medzi alternatívnymi a účtovnými nákladmi

Vlastnosť	Alternatívne náklady	Účtovné náklady
Aplikačná oblasť	väčšia, pretože zahŕňajú sféru explicitných aj implicitných nákladov	menšia, pretože zahŕňajú len explicitné náklady
Typy nákladov	odhadované, fixné	spätne stanovené, faktické, variabilné, fixné
Majú hodnotu	presnú alebo neurčitú	presnú
Vzbudzujú záujem	ekonomických teoretikov	praktizujúcich odborníkov

Vlastnosť	Alternatívne náklady	Účtovné náklady
Sú potrebné na výpočet...	účtovných nákladov? - NIE	alternatívnych nákladov - ÁNO
Vyjadrenie	je možné kvantitatívne, hodnotové a iné	len hodnotové
Sú výsledkom	porovnania dvoch a viac alternatív	presvedčivých výpočtov
Majú záznam v účtovníctve?	NIE	ÁNO
Sú odvodené za účelom stanoviť	ekonomický zisk	účtovný zisk
Odkazujú na	očakávané straty (relevantné pre prijímanie budúcich rozhodnutí)	Minulé náklady (nemôže existovať spojitosť s budúcimi rozhodnutiami)
Sú dôležité kvôli	konsolidácií ekonomických rozhodnutí	stanoveniu ceny, výrobných nákladov, účtovného zisku

Zdroj: Šteliac, 2010.

Účtovné náklady sú odvodené z celkových príjmov za účelom stanovenia účtovného zisku, zatiaľ čo náklady obetovanej príležitosti sú odvodené aby bolo možné stanoviť ekonomický zisk. Jedna a tá istá úroveň účtovných nákladov môže spoločnostiam spôsobiť ziskovosť z jedného pohľadu, ale je možné, že v tom istom čase v podniku dochádza k degradácii finančného výkonu (Šteliac, 2010).

Tieto obetované náklady sú veľmi dôležitým aspektom na pochopenie a takisto výpočet ekonomického zisku, keďže sú jeho súčasťou. Práve táto vlastnosť je jedna z najpodstatnejších pri porozumení základného rozdielu medzi ekonomickým a účtovným ziskom.

2.2 Ekonomický verzus účtovný zisk

Samozrejme, na túto tému existuje nespočetne veľa diskusií, ktoré vyvstávajú hlavne z nedostatku informácií. Je veľmi náročné zorientovať sa medzi rozličnými údajmi, ktoré ponúkajú politici, zástupcovia spotrebiteľov či médiá. Očividne, toto nie je nový problém. Už desaťročia ekonómovia zaznamenávajú rozdielne definície pojmu zisk. Vo všeobecnosti koncept zisku používaný médiami je výstup práce účtovníka, teda účtovný zisk. V širšom slova zmysle je účtovný zisk prebytok príjmov získaných počas určitého obdobia nad nákladmi, ktoré boli vynaložené za účelom dosiahnutia týchto príjmov. Základ tohto konceptu spočíva v potrebe rozlíšiť kapitálové transakcie od ktorých sa očakáva budúci zisk, od transakcií určených na spotrebu, ktoré prispeli k vzniku zisku v minulých rokoch. Ako jeden z výsledkov kolovania týchto dezinformácií je možné považovať širšou verejnosťou preferovaný názor, že zisk je vlastne hotovosť, ktorá ostáva v rukách majiteľov spoločností na ich osobnú spotrebu. Samozrejme v ekonómii je otázka zisku oveľa komplikovanejšia. Odkedy Adam Smith prvýkrát opísal náš eko-

nomický systém bolo všeobecne akceptované že zisk nemôže byť nadobudnutý, kým nie sú kompenzované všetky faktory vo výrobe tovarov a služieb (Arthur, 1981).

Ekonomický zisk nie je nový ekonomický koncept, keďže teoretici mu venujú pozornosť už dlhšiu dobu a v odbornej literatúre vystupuje práve pod týmto označením. Tento ukazovateľ v širšom slova zmysle dokáže manažmentu firmy zodpovedať otázku, či má vôbec zmysel viesť určitý druh podnikania alebo nie. Na rozdiel od účtovného zisku, ktorého výstupom je v svojej podstate len číslo, ktoré stanoví aký príjem podnik nadobudol v predchádzajúcom období. Základné rozdiely medzi ekonomickým a účtovným ziskom sú uvedené v nasledujúcej tabuľke (Šteliac, 2010).

Tabuľka 3: Základné rozdiely medzi účtovným a ekonomickým ziskom

Vlastnosť	Účtovný zisk	Ekonomický zisk
Definícia	Ukazovateľ rentability	Ukazovateľ výkonnosti
Metóda výpočtu	Rozdiel medzi celkovými príjmami a účtovnými alebo explicitnými nákladmi	Rozdiel medzi celkovými príjmami a ekonomickými nákladmi (explicitné a implicitné náklady)
Dôležitosť	Pri kontrole podvodov a stanovení povinností voči štátu	Pri rozhodovaní podnikateľov či v tomto druhu podnikania zotrávajú alebo nie
Reverzný vzťah	Je vždy väčší než ekonomický zisk	Je vždy menší ako účtovný zisk
Je rovný nule ak	<ul style="list-style-type: none"> - je stanovený bod zvratu - explicitné náklady boli kompletne pokryté, zatiaľ čo implicitné vôbec 	<ul style="list-style-type: none"> - bol dosiahnutý klasický zisk - boli explicitné aj implicitné náklady kompletne pokryté
Je relevantný pre	Finančné oddelenie a manažment	Manažérov
Je počiatočný bod pre výpočet dividend	Áno, zahŕňa dividendy	Nie, vylučuje dividendy

Zdroj: Šteliac, 2010.

Ekonomický zisk, ktorý je často synonymicky zamieňaný za ekonomickú pridanú hodnotu získava čoraz väčšiu popularitu v oblasti merania a hodnotenia výkonnosti podniku. Výpočty v rámci týchto ukazovateľov zvyčajne zahŕňajú súbor rôznych úprav účtovných dát, ktoré sú založené na pomerne jednoduchom koncepte. Široké využitie a postupne vytlačanie relevancie účtovného zisku práve týmito metódami je až prekvapivo rýchle. Dôvodom vzrastajúcej popularity ukazovateľov, ktoré sú založené na koncepte ekonomického zisku môže byť ich prínos v rámci riešenia základného problému, a to optimalizácie organizačnej štruktúry spoločností (Aggarwal, 2001).

3 Moderné metódy merania výkonnosti podniku

V poslednom období sa dostáva čoraz väčšej pozornosti novým hodnotovým kritériám pre meranie výkonnosti spoločností. Hlavným dôvodom bolo odstránenie už spomenutých negatív. Jedným z nových analytických nástrojov je ekonomická pridaná hodnota (EVA – Economic Value Added). Tento koncept sa najčastejšie využíva na stanovenie ekonomického zisku a taktiež zhodnotenie a porovnanie výkonu firmy s konkurenčnými podnikmi.

3.1 Ekonomická pridaná hodnota - EVA

Popredným svetovým odborníkom, ktorý prvýkrát zadefinoval termín ekonomickej pridanej hodnoty je Bennett Stewart, hlavný partner v spoločnosti Stern, Stewart and Co., ktorá tento koncept rozvinula. Stern&Stewart ju popisujú ako hodnotu dosiahnutú očistením operatívneho zisku od nákladov na kapitál. EVA teda vyjadruje či je aktuálny ekonomický zisk alebo príjem spoločnosti väčší alebo menší ako minimálna miera zisku, ktorú očakávajú investori z inej riskantnej investície. Inými slovami je to metrika, ktorá vierohodne zachytáva ekonomický zisk firmy. Na ekonomickú pridanú hodnotu má spoločnosť Stern Stewart and Company registrovanú ochrannú známku (Stewart, 2009).

EVA je ekonomický ukazovateľ, ktorý kvantifikuje hodnotu firmy (Ivanov, Leong, Zaima, 2014). Zjednodušene môžeme povedať, že meria hodnotu ekonomického zisku spoločnosti. Otley (2001) zdôrazňuje, že je to indikátor výkonnosti, ktorý si zaslúži ďalší prieskum v kontexte širšej organizačnej kontroly. S týmto tvrdením súhlasia, navyše ho z iného uhla pohľadu dopĺňajú Gleadle a Cornelius (2008) ktorí deklarujú, že EVA je na úrovni individuálnej firmy veľmi málo preskúmaná. Pretože EVA zohľadňuje zisk a náklady na zdroje, môže byť v zásade využitá ako priama interpretácia výkonu podniku bez toho, aby bola porovnávaná s ďalšími normami. Skutočnosť, že sa jednoducho aplikuje je dôležitá práve pre malé a stredné podniky, ktoré často nemajú potrebné odborné znalosti na zavedenie komplexných a sofistikovanejších systémov merania výkonnosti a ich efektívne využitie (Hussein, Gunasekaran, Laitinen, 1998). Ekonomická pridaná hodnota je počítaná na základe informácií, ktoré sú ľahko dostupné v mnohých malých a stredných podnikoch za podmienky, že produkujú štandardné finančné výkazy. EVA takisto berie do úvahy finančné informácie zo súvahy, výkazu zisku a strát, vrátane tržieb, nákladov na predaný tovar, nákladov na výskum a vývoj, taktiež uvažuje s nákladmi spojenými s predajom a administratívou, zásobami, pohľadávkami, záväzkami, kapitálovými aktívami, dlhmi a vlastným kapitálom. Rovnako je atraktívnejšia ako ostatné konvenčné metódy a ukazovatele, pretože neberie do úvahy len zisk, generovaný z firemných zdrojov ale aj náklady vynaložené na tieto zdroje (Young, O'Byrne, 2001). To nie je prípad ostatných populárnych ukazovateľov ako sú napríklad návratnosť kapitálu (ROE) a návratnosť aktív (ROA). Na základe predošlých skutočností Bahri, St-Pierre, a Sakka (2011) tvrdia, že na ekonomickú pridanú hodnotu by sa malo pozerat' ako na súhrnný ukazovateľ výkonnosti, ktorý môže byť využívaný

ako základ pre komplexný systém merania výkonnosti a manažérskeho rozhodovania v malých a stredných podnikoch.

Keď firma aplikuje jednu komplexnú metriku namiesto niekoľkých čiastkových, v podstate vyvinie jeden spoločný jazyk pre všetkých zamestnancov a to práve tým, že zlúči finančné a prevádzkové ukazovatele do jedného agregovaného indikátora, ktorý je však možné kedykoľvek rozložiť (Dierks and Patel, 1997). Taktiež je potrebné poznamenať, že tento koncept ostáva spojený s firemnou stratégiou. EVA je globálny finančný ukazovateľ, ktorý vyhodnotí dosiahnutie úrovne na ceste za splnením strategických cieľov v podniku. V obchodnej praxi sa stratégiou rozumejú aktivity uskutočnené zamestnancami. Tento systém teda vyžaduje aby boli finančné ukazovatele, obchodná prax a firemné stratégie v súlade, čo ma zásadný význam pre riadenie výkonnosti podniku (Becker a kol., 1997).

Meranie výkonnosti dostáva na základe prístupu EVA nový rozmer v kontraste s tradičným prístupom, ktorý je založený na jednoduchej predstave účtovníckeho zisku a príslušných pomeroch od neho odvodených, ako sú rentabilita vlastného kapitálu (ROE) a návratnosť aktív (ROA). Základným rozdielom je, že bežné meranie výkonnosti nezohľadňuje náklady na investovaný kapitál za účelom generovať zisk vytvorený spoločnosťou. Teda podľa tradičného prístupu by dve firmy ktoré vykazujú rovnaké hodnoty ROE boli považované za rovnako úspešné. Zatiaľ čo na základe prístupu ekonomickej pridanej hodnoty by nebolo možné dopracovať sa k totožnému záveru ak majú tieto dve firmy rozdielne náklady na kapitál. Inými slovami ak je ich ekonomický zisk či reziduálny príjem odlišný, nie je možné považovať ich za rovnocenné (Kyriazis, Anastassis, 2007). Na druhej strane Jackson (1996) vidí ekonomickú pridanú hodnotu ako prostriedok, ktorý meria, či investície zo strany obchodných firiem vykazujú uspokojujúci príjem alebo nie. Taktiež tento ukazovateľ považuje za reguláciu prebytku zisku a ako metódu založenú na diskontovaných peňažných tokoch, ktoré merajú čistú súčasnú hodnotu využívanú najmä v oblasti hodnotenia investícií.

Zmena hodnoty podniku určená na základe výpočtu ekonomickej pridanej hodnoty je index, ktorý nielenže presne reflektuje túto zmenu ale aj odhadne výkonnosť spoločnosti na základe toho, ako ju vníma trhové prostredie. Hodnota ukazovateľa EVA vymedzuje správanie majiteľov firmy a ich vzťah k investíciám, ktoré v tomto podniku uskutočnili (Kvach, Il'ina, 2013).

EVA však nie je len nástroj na meranie výkonnosti. V prípade že je úplne implementovaná, považuje sa za ústredný bod integrovaného finančného manažmentu, ktorý dohliada na celú škálu finančného rozhodovania podniku; od zostavovania kapitálového rozpočtu, stanovovania cien cez vytýčenie cieľov podniku až po komunikáciu akcionárov s manažmentom (Stern, Stewart, Chew, 1996). Ekonomická pridaná hodnota sa počíta ako (Dunbar, 2013):

$$EVA = NOPLAT - (C \times WACC),$$

C (Capital) je celkový dlhodobý investovaný kapitál.

WACC (Weighted Average Cost of Capital) sú vážené priemerné náklady na kapitál vyjadrené v relatívnej hodnote v percentách

NOPLAT (Net Operating Profit/Loss After Tax) je čistý prevádzkový zisk (alebo strata) z hlavného predmetu podnikania. Slovo čistý indikuje, že profit je už očistený o daňové zaťaženie (Stern, Stewart, Chew, 1996).

Niektoré empirické štúdie spochybňujú efektívnosť tejto metódy. Fernandez (2001) za použitia reprezentatívnej vzorky amerických a európskych firiem na základe dát poskytnutých spoločnosťou Stern Stewart and Company analyzoval koreláciu medzi Trhovou pridanou hodnotou (MVA – Market Value Added) a ekonomickou pridanou hodnotou (EVA), NOPAT a WACC. Na základe tejto štúdie Fernandez pozoruje nízku (niekedy dokonca negatívnu) koreláciu medzi EVA a MVA a vyvodzuje záver, že vzťah NOPAT a WACC s narastajúcou hodnotou MVA je silnejší.

3.2 Trhová pridaná hodnota – MVA

Zatiaľ čo EVA sleduje výkonnosť spoločnosti na základe účtovných podkladov jedného časového obdobia, MVA je trhom generovaná hodnota, ktorá sa vypočíta ako rozdiel trhovej hodnoty spoločnosti a hodnoty investovaného kapitálu. Hoci výpočet MVA vychádza z účtovnej hodnoty kapitálu, ktorá podlieha inflačným výkyvom, napriek tomu predstavuje vynikajúci prostriedok na určenie schopnosti podniku tvoriť bohatstvo (Kramer, Peters, 2001). Trhová pridaná hodnota sa vypočíta ako:

MVA = trhová hodnota - investovaný kapitál

Základným predpokladom je, aby bola trhová pridaná hodnota čo najvyššia. Tento zámer je teda splniteľný za predpokladu, že investovaný kapitál prinesie podniku vyššiu sumu ako predstavujú náklady na kapitál. Z teoretického pohľadu sa v danom časovom momente hodnota MVA rovná diskontovanej súčasnej hodnote ročnej EVA. Ak je MVA kladné číslo, firme rastie pridaná hodnota. Ak je naopak hodnota MVA záporná, pridaná hodnota spoločnosti degraduje. Podnik potrebuje dosiahnuť aspoň takú veľkosť pridanej hodnoty, aby bola väčšia než obnos, ktorý by získali firemní investori ak by boli investovali do obchodného portfólia. Teda podstata ukazovateľov EVA a MVA je v koncepte čistej súčasnej hodnoty (Net Present Value – NPV), ktorý je hromadne používaný spoločnosťami po celom svete (Madhavi, Prasad, 2015).

Ďalšou metódou zaoberajúcou sa pridanou hodnotou je peňažná pridaná hodnota (CVA – Cash Value Added)

3.3 Peňažná pridaná hodnota – CVA

Ottoson a Wiessenrider prišli v roku 1996 s novým konceptom na meranie výkonnosti podniku nazývanom peňažná pridaná hodnota – CVA (Cash Value Added), ako prebytkom peňažných tokov (cash flow). Ich cieľom bolo nahradiť tradičné účtovnícke klasické ukazovatele, ale taktiež indikátory ktoré sú založené práve na pridanej hodnote, konkrétne im išlo o ekonomickú pridanú hodnotu. V tomto kontexte Ottoson a Wiessenrider tvrdia že pozornosť rozumného manažmentu by sa mala sústrediť na strategické investície, ktoré tvoria hodnotu a nemali by strácať čas na kontrolu

a vyhodnocovanie nestrategických investičných rozhodnutí. Na rozdiel od manažmentu ktorý premýšľa tradičným smerom a hlavný dôraz kladie na sledovanie účtovníctva. CVA je jednoducho definovaná ako rozdiel medzi prevádzkovým peňažným tokom (operating cash flow – OSF) a dopytom po tomto prevádzkovom peňažnom toku (operating cash flow demand – OSFD). Prvá časť v podstate reprezentuje tržby pred odpismi, zdanením a úrokmi (Earnings Before Depreciation, Interest, Taxes - EBDIT). Sekundárna investícia podporuje hlavné investičné rozhodnutie prijaté s cieľom zvýšiť bohatstvo akcionárov. Druhá časť sa teda týka kapitálových nákladov investorov, najmä úrokov a dividend (Al-Omush, 2014).

Koncept peňažnej pridanej hodnoty je podobný ekonomickej pridanej hodnote, ale berie do úvahy len tvorbu peňazí v kontraste s ukazovateľom EVA, kde ide o tvorbu ekonomického bohatstva. Všeobecne je možné povedať, že čím vyššiu hodnotu CVA vykazuje, tým lepšie pre spoločnosť aj pre investorov. Malmi and Ikaheimo (2003) uviedli, že metriky ako sú EVA a CVA by sa mali používať na vyhodnotenie výkonu od najvyšších riadiacich pozícií, cez všetky podnikové štruktúry, ba v niektorých prípadoch až po individuálneho pracovníka na najnižšej úrovni. Mashaykhi (2009) definuje CVA ako činnosti uskutočnené podnikom a jeho zamestnancami za účelom vytvoriť hodnotu a zvýšiť bohatstvo firmy ako celku. Petravicius (2008) sa zase vyjadril, že CVA je zostatok hotovosti po odpočítaní nákladov na investovaný kapitál ($C \times WACC$) z upravených prevádzkových peňažných tokov (cash flows). Táto zostatková hotovosť bude použitá na generovanie ďalších investícií do podniku. CVA ako ukazovateľ výkonnosti dostáva v poslednom období zvýšenú pozornosť hlavne na európskych a ázijských finančných trhoch od kedy bola prvýkrát prezentovaná spoločnosťou Boston Consulting Group.

3.4 Výnosnosť investície – CFROI

Výnosnosť investície je metodika ocenenia, ktorá sa opiera o tradičný vzťah medzi voľným cash flow (čisté peňažné príjmy) a diskontnou sadzbou, ktorá konvertuje cash flow na súčasnú hodnotu. Avšak CFROI (Cash Flow Return On Investment) určuje diskontnú sadzbu, ktorá je závislá na spôsobe prognózy peňažných príjmov – metóde, ktorá zahŕňa prístup životného cyklu pre budúce investície. Mechanizmus tohto konceptu pozostáva z dvoch základných krokov. Najskôr sa vytvorí prognóza očakávaných čistých peňažných príjmov, ktoré sú následne diskontované aby vznikla súčasná hodnota (PV). V druhom kroku sa tok peňažných príjmov rozdelí do dvoch kategórií. Na tie ktoré vznikli z existujúcich aktív a na tie, ktoré budú generované budúcimi investíciami. Je zjavné, že ťažšou úlohou bude prognóza návratnosti investícií (Return On Investment – ROI) pre budúce firemné aktivity (Madden, 1998).

Medzi hlavné finančné ciele firiem sa často uvádza maximalizácia tzv. bohatstva podielnikov. Ak je pre podnik toto naozaj primárny zámer, najvhodnejší nástroj pre rozhodovanie na úrovni manažmentu, stratégií ale aj ďalších aktivít firmy je čistá súčasná hodnota (NPV). V tomto prípade sa do centra pozornosti dostávajú metódy ako ekonomická pridaná hodnota (EVA) a výnosnosť investície (CFROI). Tieto koncepty hrajú kľúčovú úlohu a podnecujú aby manažment, prevádzková činnosť, finančné zále-

žitosti ale aj obsluha výrobných procesov maximalizovali NPV. Obe tieto metriky, EVA aj CFROI, umožňujú okrem iného aj odhad ekonomického zisku, resp. výkonu spoločnosti (Erasmus, Lambrechts, 2006).

CFROI teda predstavuje vnútornú mieru návratnosti investície, vyjadrenú v percentách ako pomer medzi hrubým cash flow za určité obdobie po odpočítaní amortizácie a celkovými hrubými investíciami za to isté obdobie. Táto metrika patrí medzi komplexné indikátory merania výkonnosti podniku a jej výpočet vychádza z konceptu vnútorného výnosového percenta (IRR – Internal Rate of Return) (Baltes, Vasiu, 2015).

3.5 Balanced Scorecard systém (BSC)

V preklade sa pre túto metódu používa termín Systém vyvážených ukazovateľov výkonnosti podniku. Pred viac než desiatimi rokmi prišli Robert Kaplan a David Norton z Harvard Business School s konceptom BSC, ktorý spôsobil revolúciu v konvenčnom myslení ohľadom bežných ukazovateľov výkonnosti podniku. Tým že tento koncept prekračuje rámec tradičných ukazovateľov finančnej výkonnosti, poskytuje ďalším generáciám manažérov reálnejší obraz o pozícií ich spoločností na trhu. Túto metódu využíva najmä vrcholový manažment na stanovenie firemnej stratégie, ktorej ciele a opatrenia sú koncipované pomerne jednoduchým spôsobom pre všetkých zamestnancov podniku. Výstupy tohto systému sú cenné hlavne preto, že namiesto obyčajného konštatovania aktivít odohraných v minulosti, dokážu predpovedať budúci finančný výkon (Kaplan, Norton, Rugelsjoen, 2010).

BSC v svojej podstate dopĺňa tradičné finančné indikátory s kritériami, ktoré merojú výkonnosť podniku z ďalších hľadísk – z pohľadu zákazníkov, interných obchodných procesov, vzdelávania sa a rastu firmy. Z tohto dôvodu umožňuje podniku sledovať finančné výsledky zatiaľ čo simultánne monitoruje progres v budovaní nových kapacít a nadobúdaní nehmotného majetku, ktorý je potrebný na budúci rast. BSC sa nepovažuje za náhradu klasických finančných ukazovateľov ale skôr za ich komplement a skladá sa zo 4 procesov.

Prvý z nich – „*translating the vision*“ je možné chápať ako interpretáciu vízie. Tento proces pomáha manažérom vybudovať konsenzus medzi stratégiou podniku a dlhodobou víziou. To znamená, že sformulovaná stratégia a vízia musia byť vyjadrené ako integrovaný súbor cieľov a opatrení, ktoré museli byť riadne odsúhlasené všetkými vedúcimi pracovníkmi za účelom exaktného náčrtu dlhodobého úspechu.

Druhý proces – „*communicating and linking*“ voľne preložené ako komunikácia a spájanie necháva manažérom priestor na oboznámenie tejto stratégie so všetkými štruktúrami v podniku. Tradične sú oddelenia hodnotené podľa ich finančnej výkonnosti a jednotlivé stimuly sú viazané na krátkodobé finančné ciele. Systém BSC týmto poskytuje manažérom spôsob ako zabezpečiť aby všetky úrovne organizácie pochopili dlhodobú stratégiu a taktiež skutočnosť, že je v súlade s oboma, ako úsekovými tak aj individuálnymi cieľmi.

Tretí proces – „*business planning*“ (obchodné plánovanie) umožňuje spoločnostiam zjednotiť ich podnikateľské a finančné plány. V dnešnej dobe takmer všetky organizácie implementujú rôzne programové zmeny, z ktorých každá má vlastného zástancu, lektora, konzultanta a súťažia o čas, energiu a zdroje vedúcich pracovníkov. Pre

manažérov je náročné integrovať tieto rôznorodé iniciatívy a zároveň dosiahnuť svoje strategické ciele. Takže vznikajú situácie, ktoré vedú k častým sklamaniam z výsledkov týchto programových zmien. Na druhej strane ak vedenie zakomponuje svoje ambiciózne ciele do BSC systému ako základ na prerozdelenie zdrojov a stanovenie priorít, môže prevziať a koordinovať iba tie podnety, ktoré im dopomôžu k splneniu dlhodobých strategických cieľov.

Štvrtý proces – „*feedback and learning*“ (spätná väzba a poučenie) prináša organizácii príležitosť získať evaluáciu od zamestnancov a následne sa z prípadných chýb poučiť. Spätná väzba a recenzia by sa mali zameriavať na to, či spoločnosť, jej útvary alebo jednotliví zamestnanci splnili svoje finančné ciele v rámci stanoveného rozpočtu (Kaplan, Norton, 2007).

Na Slovensku systém BSC nie je veľmi rozšírený a ani používaný. Skúsenosť s implementáciou majú najmä firmy v oblasti informačných technológií a informačných systémov, konzultačné a poradenské firmy. Podľa štúdií spoločnosti Balanced Scorecard Institute z roku 2008 existuje jasná korelácia medzi zavedením systému BSC a zvýšením výkonnosti podniku. Avšak spoločnosti sa v dnešnej dobe stále radšej pridriavajú tradičných spôsobov merania výkonnosti, ako je hlavne sledovanie nákladov a ziskov, prípadne stanovujú pomerové ukazovatele výkonnosti, ktoré ale neodrážajú reálnu pozíciu firmy. Využitelnosť týchto výstupov je zanedbateľná. Na zavedenie konceptu Balanced Scorecard je potrebný fungujúci systém strategického riadenia, osvieženie tradičnej podnikovej kultúry, vývoj hodnotiacich systémov apod. Na základe štúdie Beaty Gavurovej (2011) si vo firmách konkrétne v Slovenskej republike vrcholový manažment v značnej miere neuvedomuje dôležitosť vhodného prepojenia strategického a operatívneho riadenia prostredníctvom rozkladu cieľov. To by malo za následok efektívnejší systém merania výkonnosti podniku a zároveň značný progres (Gavurová 2011).

4 Charakteristika spoločnosti

Podnik ktorý sa stal predmetom tejto bakalárskej práce a poskytol svoje interné údaje pre tieto účely uskutočňuje svoju ekonomickú činnosť v Slovenskej republike. Hlavným predmetom podnikania je nákup, distribúcia, predaj, servis a prenájom ťažkej mechanizácie (napr. bagre, frézy, kompakторы odpadu, vibračné valce, vibračné dusadlá a dosky, minirýpadlá, nákladné autá apod.) a ľahkej mechanizácie, do kategórie ktorej patria napríklad kopresory, rôzne píly, centrály atď. Meno tejto firmy sa v práci nespomína účelovo a to z dôvodu požiadavky výkonného riaditeľa a majiteľa o diskretnosť, avšak vedúci práce bol oboznámený s konkrétnym menom spoločnosti.

Podnik je k roku 2016 na trhu už druhú dekádu a počas svojho pôsobenia sa stal pevne etablovanou firmou na Slovensku. Táto spoločnosť ma približne 50 zamestnancov a tým sa zaradzuje do skupiny malých, resp. stredných podnikov. Právna forma je spoločnosť s ručením obmedzeným a účtovné výkazy boli sprístupnené zo slovenskej databázy finančných výkazov: finstat.sk.

V oblasti nákupu firma obchoduje prevažne so zahraničnými partnermi. Stroje a mechanizáciu nakupuje od zahraničných renomovaných spoločností. Firma sa zameriava výhradne na kvalitné služby a rovnako aj na kvalitnú mechanizáciu. Spoločnosti s ktorými udržiavajú obchodné vzťahy majú v prevažnej miere sídlo v Nemecku a až z 85 % sú stroje odoberané od špičkových výrobcov z Nemecka. Medzi ďalších dodávateľov najkvalitnejšej dostupnej stavebnej techniky, s ktorými predmetná firma obchoduje patria podniky z ďalších troch krajín, a to z Rakúska, Talianska a Českej republiky. Obchodné styky s dodávateľmi z týchto troch krajín sú približne rovnomerne rozložené.

Logistické služby si podnik do roku 2016 objednával priamo od dodávateľov. Avšak na základe analýzy logistických služieb, ktorá bola prevedená externe, boli objavené problémy v oblasti prepravných náležitostí, a to hlavne vo výške účtovaných nákladov zo strany dodávateľov. Faktúry na úhradu teda boli často vysoko precenené a predmetný podnik platil zbytočne vysoké náklady na prepravu, balné, palety, kartóny apod. Na základe týchto skutočností sa vedenie rozhodlo pre zaobstaranie si vlastného spôsobu dopravy. Tento režim už v súčasnej dobe funguje a z empirických skúseností sa náklady na logistické služby naozaj znižujú.

Strojnícky priemysel má špecifickú cieľovú skupinu. Teda predaj týchto strojov a techniky prebieha rôznymi spôsobmi. V spoločnosti pracujú obchodný zástupcovia, ktorý sa starajú najmä o stálych zákazníkov, samozrejme predmetom ich práce sú aj nevyplatené pohľadávky, riešenie rôznych problémov apod. Rovnako je možné si tovar zaobstarať cez e-shop na internetových stránkach firmy alebo prísť priamo do sídla firmy a opísať konkrétnu požiadavku.

Aj keď sú stroje, ktoré má predmetná firma v portfóliu špičkovej kvality, je samozrejme, že občas dôjde k nejakej poruche. Pre tento prípad má firma na Slovensku zastrešené dve strediská v ktorých prebieha oprava. Jedno sa nachádza v západnej a jedno vo východnej časti republiky. V týchto strediskách pracujú plne špecializovaní pracovníci, ktorí majú výborný prehľad v tomto obore a sú schopní vyriešiť akýkoľvek technický problém. Je dôležité poznamenať, že tieto strediská poskytnú servis výhradne len zákazníkovi predmetnej firmy.

Spoločnosť taktiež ponúka prenájom rôznej mechanizácie. K tejto službe je možné sa dostať cez obchodných zástupcov, ktorí sú schopní zákazníkovi poradiť resp. zariadiť akúkoľvek požiadavku. Ak má klient stroj na dlhodobý prenájom, potom sa naskytne možnosť si ho za výhodnú cenu odkúpiť.

Na zodpovedanie výskumnej otázky, a teda či podnik vykazuje ekonomický zisk alebo stratu, bolo zvolené skúmané obdobie posledných šiestich rokov a to 2010-2015. Toto relatívne široké rozpätie by malo na relevantnú analýzu stačiť.

5 Metodika práce

Na zodpovedanie výskumnej otázky bude zvolená jedna z moderných metód merania výkonnosti podniku. Najvhodnejšou alternatívou je ekonomická pridaná hodnota, pretože ako už bolo deklarované, touto metódou je možné priamo odhadnúť hodnotu ekonomického zisku. V prvom rade je dôležité poznamenať, že vstupné údaje pre výpočet budú čerpané z účtovných výkazov ako sú súvaha a výkaz zisku a strát. Najdôležitejšie údaje sú hodnota pasív, krátkodobé záväzky z obchodného styku, výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení (NOPAT). Vlastný kapitál sa v súvahe vyskytuje pod položkou vlastné imanie, cudzí kapitál zase pod položkou záväzky. Na výpočet konečnej hodnoty ekonomického zisku je potrebných niekoľko výpočtov. Je potrebné poznamenať, že čiastkové výpočty sú zaokrúhľované, zatiaľ čo konečný ekonomický zisk je uvedený v reálnej hodnote, bez čiastočného zaokrúhľovania za účelom čo najpresnejšieho výsledku. V prvom rade je dôležité pripomenúť vzorec na výpočet EVA.

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

Hodnotu NOPAT je možné nájsť vo výkaze zisku a strát pod položkou – výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení. Tento riadok teda indikuje čistý prevádzkový zisk očistený od daňového zaťaženia.

C = Pasíva – krátkodobé záväzky z obchodného styku

Údaje na dosadenie do vzorca pre výpočet celkového dlhodobého investovaného kapitálu (C) sa nachádzajú v súvahe v pasívach. Výpočty pre získanie hodnoty neznámej WACC budú trochu komplikovanejšie.

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

Kde WACC sú vážené priemerné náklady na kapitál;

r_d sú náklady na cudzí kapitál, väčšinou sa používa úroková miera aplikovaná na cudzí kapitál. V tomto prípade, bude použitá úroková sadzba za kontokorentný úver;

t je daňová sadzba na daň z príjmu v danej krajine. Keďže táto práca hodnotí ekonomický zisk firmy na Slovensku, táto sadzba bude prispôbená krajine, v ktorej spoločnosť podniká.

D je veľkosť cudzieho kapitálu, hodnota tejto premennej sa nachádza v súvahe pod položkou záväzky.

V je hodnota celkovo investovaného kapitálu, teda súčet všetkých pasív. Zároveň platí $V = D + E$.

r_e sú náklady na vlastný kapitál, ktoré je potrebné vypočítať;

E je veľkosť vlastného kapitálu, tejto premennej zodpovedá číslo v súvahe pod položkou vlastné imanie (Vélez-Pareja, Tham, 2009).

Za premennú r_d bude pri každom výpočte doplnená hodnota 2,2 %. Je to z toho dôvodu, že spoločnosť má zjednaný kontokorentný účet a v prípade čerpania cudzích zdrojov, resp. debetu je táto čiastka úročená práve úrokovou sadzbou 2,2 %, ktorá je na predmetnom kontokorentnom úvere fixne stanovená. Táto informácia bola získaná od hlavnej účtovnej pracovníčky predmetnej firmy.

Za premennú t teda daň z príjmu právnických osôb bude dosadzovaná sadzba, ktorá bola platná daný rok. V nasledujúcej tabuľke je vývoj dane z príjmu právnických osôb na Slovensku (Tax Directorate, Slovakia, 2016).

Tabuľka 4: Daň z príjmu právnických osôb v Slovenskej republike

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Daňová sadzba	19 %	19 %	19 %	23 %	22 %	22 %

Zdroj: Tax Directorate, Slovakia, 2016

Neznámu r_e je potrebné dopočítať. Najčastejšie sa za týmto účelom používa model oceňovania kapitálových aktív CAPM (Capital Asset Pricing Model). Pôvodne bol tento koncept vyvinutý na hypotetickom základe, kde museli byť splnené nasledujúce predpoklady vo vzťahu medzi investormi a očakávanými príležitosťami:

- Investori sú averzní voči riziku a maximalizujú očakávaný úžitok z ich bohatstva.
- Investori majú homogénne očakávania ohľadom návratnosti aktív.
- Existujú bezrizikové aktíva a to tak, že si investori môžu požičať, alebo niekomu požičajú neobmedzené množstvo týchto aktív za bezrizikové sadzby.
- Kvantita majetku je fixovaná a všetky aktíva sú obchodovateľné a dokonale deliteľné.
- Informácie ohľadom trhu aktív sú dostupné bez akýchkoľvek nákladov a sú pre všetkých investorov k dispozícii súčasne.
- Na trhu neexistujú žiadne nedokonalosti ako sú napr. dane, rôzne obmedzenia atď. (Copeland et al., 2005).

Avšak za posledné štyri dekády sa model CAPM stal štandardom v oblasti oceňovania kapitálových aktív a veľké množstvo empirických štúdií ho aplikuje hlavne na kalkulácie návratnosti aktív a stanovenie nákladov na kapitál. Presne pre tieto účely bude CAPM model zvolený aj v tomto prípade. Model teda ukazuje, že skutočný očakávaný prebytok z výnosu rizikového aktíva je priamo úmerný kovariancií z výnosu tohto aktíva so zmenami v reálnej svetovej spotrebiteľskej miere. CAPM teda nevykazuje žiadne prekážky v medzinárodnom investovaní (Shih, Chen, Lee, Chen, 2014). Výpočet nákladov na vlastný kapitál (r_e) bude vyzerať nasledujúco:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

r_f je výnosnosť tzv. „bezrizikovej investície“. Najčastejšie sa používa úroková miera emitovaných štátnych dlhopisov, keďže tieto sa považujú za relatívne najstabilnejšie

investície. Takisto je potrebné túto premennú prispôbiť krajine, v ktorej predmetná firma podniká, v tomto prípade to teda budú slovenské štátne dlhopisy. Dlhopisy vydané danou krajinou v sebe tradične nesú okrem informácie ohľadom bezrizikového výnosu aj riziko zlyhania danej krajiny. Aj to je jeden z dôvodov, prečo napríklad dlhopisy emitované Nemeckom ponúkajú nižší výnos ako dlhopisy vydané Gréckom, či Talianskom. Takisto je dôležitým faktorom aj mena v ktorej sú tieto cenné papiere vydané (Cfo.sk, 2014). K údajom štátnych dlhopisov emitovaných slovenskou republikou je možné sa dopracovať cez webové stránky Národnej Banky Slovenska (NBS) alebo Agentúry pre Riadenie Dlhu a Likvidity (ARDAL). Pre účely tejto práce boli prioritne vyhľadávané štátne dlhopisy emitované na tri roky, aby boli výpočty približne analógické. Avšak na stránkach agentúry pre riadenie dlhu a likvidity nebolo možné pre každé obdobie (2010-2015) nájsť emitované dlhopisy presne na tri roky, takže budú použité priemerné úrokové miery dlhopisov, ktorých splatnosť je aspoň približne tri roky. Údaj dosadený za premennú r_f je teda miera výnosnosti bezrizikovej investície, ktorej doba vydania a doba splatnosti zhruba fluktuuje na úrovni troch rokov.

β je koeficient, ktorý vyjadruje rizikovosť konkrétneho odvetvia alebo spoločnosti v pomere k riziku z investície do celkového akciového trhu. Koeficient β vyjadruje mieru kolísania ceny (volatilitu) akcií špecifickej spoločnosti alebo celého odvetvia v porovnaní s kolísaním cien celkového akciového trhu. Celkový akciový trh má koeficient beta rovný 1. Ak vykazujú akcie spoločnosti β vyššiu ako 1, sú volatilnejšie ako celkový trh a tým aj rizikovejšie. Ak naopak vykazujú koeficient nižší ako 1, sú menej rizikové (Cfo.sk, 2014). Túto hodnotu je možné nájsť na webových stránkach A. Damodarana v sekcii dáta a následne v odkaze na súbor „*betaEurope*“. β pre spoločnosť, ktorej ekonomický zisk bude počítaný, je rovná koeficientu 1,2. Bola zvolená na základe odvetvia v ktorom podniká, a teda z kolónky pre strojný priemysel – „*machinery*“. Tieto údaje sú prispôbené európskemu trhu. (Damodaran, 2016).

$R_m - r_f$ je tzv. prémia za riziko – „*risk premium*“ (Kislingerová, 2010) ktorú je možné nájsť v tabuľkách na rovnakých stránkach ako koeficient β . Avšak na rozdiel od koeficientu β , ktorý je adjustovaný na európsky trh, premiu za riziko sa na základe dostupných zdrojov podarilo nájsť takú, ktorá je prispôbená priamo slovenskému trhu. Z dostupných tabuliek „*ctrypremJuly11*“ bola zvolená krajina Slovensko a hodnota zo stĺpca „*Total Risk Premium*“. V tomto prípade ide o hodnotu 6,28, ktorú je potrebné dosadiť za premenné $r_m - r_f$ (Damodaran, 2011). V tradičnom modeli CAPM predstavuje samostatné r_m očakávanú návratnosť investície (Expected return on the market). Ešte donedávna neboli dáta ohľadom premie za riziko voľne dostupné. Avšak údaje, ktoré sú v súčasnej dobe s dispozícií reprezentujú prognózy tempa rastu výnosu za akciu (earnings per share) na trhu. Problémom však je, že tieto dáta sú všeobecne založené na očakávaní relatívne krátkeho časového úseku, typicky ide o 5 a menej rokov. Takže vzhľadom nato, že tieto predpovede, ktoré sú v súčasnej dobe dostupné existujú len v obmedzených databázach, nedá sa s určitosťou tvrdiť, že priemer týchto prognóz je skutočne vhodným ukazovateľom pre očakávania investorov. Avšak analytici a odborníci sa zhodujú, že v dnešnej dobe neexistuje lepšia metrika, resp. spôsob akým sa dá odhadnúť hodnota spomínanej premie za riziko (Fuller, Hickman, 1991).

6 Výpočet ekonomického zisku

V nasledujúcej kapitole bude venovaná pozornosť kalkulácií ekonomického zisku v období šiestich rokov, resp. 2010-2015. Cieľom je poskytnúť relevantnú analýzu pre ďalšie potreby manažmentu predmetnej firmy a samozrejme zodpovedať výskumnú otázku. Pre tieto účely bude potrebný súhrnný zoznam potrebných dát pre výpočty. Základné údaje zo súvah a výkazov zisku a strát sú v eurách a sú uvedené v nasledujúcich tabuľkách:

Tabuľka 5: Základné údaje zo súvah predmetnej firmy

Položka/Rok	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Aktíva	4 242 312	3 025 043	3 922 405	3 779 888	4 497 913	4 223 575
A) Neobežný majetok	1 827 862	1 608 227	1 785 996	1 870 163	1 949 432	2 116 845
B) Obežný majetok	2 293 979	1 365 544	2 093 794	1 859 162	2 497 201	2 017 444
C) Časové rozlíšenie	120 471	51 272	42 615	50 563	51 280	89 286
Pasíva	4 242 312	3 025 043	3 922 186	3 779 888	4 497 913	4 223 575
A) Vlastné imanie	2 335 181	2 003 862	1 646 939	1 517 831	1 454 475	1 744 287
B) Záväzky	1 907 131	1 021 181	2 275 247	2 262 057	3 043 438	2 479 288
Záväzky z obchodného styku	1 314 721	442 695	341 005	510 125	832 726	1 009 141
C) Časové rozlíšenie	0	219	0	0		0

Zdroj: Finstat.sk

Tabuľka 6: Základné údaje z výkazov zisku a strát predmetnej firmy

Položka/Rok	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	876 147	193 834	204 440	117 342	344 006	331 592
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	-16 381	-39 564	-34 478	-44 240	-40 712	-31 470
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	859 766	154 270	169 962	73 102	303 294	300 122
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	668 017	118 776	129 757	65 296	236 292	235 901

Zdroj: Finstat.sk

Údaje pre účel tejto práce boli čerpané z voľne dostupných webových stránok finančných databáz. Do predchádzajúcich tabuliek boli zvolené základne dáta potrebné pre výpočty modelu EVA.

Výpočet EVA za rok 2015

Na základe vzorcov uvedených v kapitole 5 sa budú postupne dosadzovať správne hodnoty. Pre výpočet ekonomického zisku je potrebný najskôr vzorec ekonomickej pridanej hodnoty.

$$EVA = NOPAT - (C * WACC)$$

NOPAT ako čistý prevádzkový zisk po zdanení je v tab. č. 6 v riadku s názvom: Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení.

$$NOPAT = 668\,017 \text{ €}$$

C ako dlhodobý investovaný kapitál sa vypočíta rozdielom pasív a krátkodobých záväzkov z obchodného styku.

$$C = 4\,242\,312 - 1\,314\,721$$

$$C = 2\,927\,591 \text{ €}$$

Na výpočet vážených priemerných nákladov na kapitál (WACC) sa použije vzorec:

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

V tomto bode je potrebné poznamenať, že náklady na cudzí kapitál r_d sa rovnajú úrokovej sadzbe z kontokorentného úveru, ktorý firma využíva a to je už spomínaných 2,2 %. Avšak do vzorca pre WACC sa dosadí relatívna hodnota tejto neznámej a teda 0,022.

$$r_d = 0,022$$

Daň z príjmu právnických osôb je v Slovenskej republike 22 % a táto sadzba sa za premennú t dosadí taktiež v relatívnej podobe.

$$t = 0,22$$

Veľkosť cudzieho (D) a vlastného kapitálu (E) sa nachádza v tab. č. 5 v riadku s názvom záväzky, resp. vlastné imanie.

$$D = 1\,907\,131 \text{ €}$$

$$E = 2\,335\,181 \text{ €}$$

Pre veľkosť celkového kapitálu vychádzame zo vzorca $V = D + E$.

$$V = 4\,242\,312 \text{ €}$$

Náklady na vlastný kapitál (r_e) je potrebné spočítať pomocou metódy CAPM a teda podľa vzorca:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Za hodnotu premennej výnosnosť bezrizikovej investície (r_f) bol použitý štátny dlhopis emitovaný slovenskou republikou samozrejme z roku 2015, s prideleným kódom SK4120009234, s dátumom vydania 21.10.2015 a dátumom splatnosti 28.11.2018. Konkrétne tento dlhopis mal priemernú výnosnosť 0,0029 % p.a (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2015).

$$r_f = 0,0029 \%$$

Koeficient β , ako už bolo deklarované bude pre všetky výpočty/roky rovnaký a odvodený zo spomínaných tabuliek. V prípade strojníckeho priemyslu ide o hodnotu 1,2.

$$\beta = 1,2$$

Koeficient prémie za riziko, teda celá hodnota rozdielu $r_m - r_f$ sa nachádza rovnako v tabuľkách pod položkou „*Total risk premium*“ a v taktiež ako β je každý rok rovná hodnote 6,28.

$$r_m - r_f = 6,28$$

V tomto bode už je možné uskutočniť výpočet nákladov na vlastný kapitál.

$$r_e = 0,0029 + 1,2 \times 6,28$$

$$r_e = 7,539 \%$$

Následne sa dosadia hodnoty do vzorca na výpočet vážených priemerných nákladov na kapitál:

$$WACC = 0,022 \times (1 - 0,22) \times \frac{1907131}{4242312} + 0,07539 \times \frac{2335181}{4242312}$$

$$WACC = 4,92 \%$$

a konečne, vypočítané hodnoty boli dosadené do vzorca pre ekonomickú pridanú hodnotu (EVA).

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

$$EVA = 668017 - 2927591 \times 0,0492$$

$$\underline{EVA = 523\,944 \text{ €}}$$

Výpočet EVA za rok 2014

Postup je analogický ako v roku 2015.

$$NOPAT = 118\,776 \text{ €}$$

Pre získanie hodnoty celkového dlhodobu investovaného kapitálu je znova dosadené do vzorca obyčajného rozdielu pasív a krátkodobých záväzkov z obchodného styku.

$$C = 3025043 - 442695$$

$$C = 2\,582\,348 \text{ €}$$

Teraz je potrebné znova získať hodnoty na dosadenie do vzorca pre vážené priemerné náklady na kapitál (WACC).

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Za r_f bol zvolený štátny dlhopis s prideleným kódom SK4120008301 vydaný 20.11.2014 so splatnosťou do 19.1.2017 s mierou bezrizikovej výnosnosti 0,197 % (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2014).

$$r_f = 0,197 \%$$

$$\beta = 1,2$$

$$r_m - r_f = 6,28$$

$$r_e = 0,197 + 1,2 \times 6,28$$

$$r_e = 7,733 \%$$

r_d je zase 2,2 %, daň z príjmu ostáva takisto rovnaká, teda 22 % a hodnoty D, E a V sa nachádzajú v tab. č. 5.

$$r_d = 0,022$$

$$D = 1\,021\,181 \text{ €}$$

$$E = 2\,003\,862 \text{ €}$$

$$V = 3\,025\,043 \text{ €}$$

$$WACC = 0,022 \times (1 - 0,22) \times \frac{1\,021\,181}{3\,025\,043} + 0,07733 \times \frac{2\,003\,862}{3\,025\,043}$$

$$WACC = 5,70 \%$$

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

$$EVA = 118\,776 - 2\,582\,348 \times 0,057$$

$$EVA = -28\,464 \text{ €}$$

Výpočet EVA za rok 2013

Znovu sa opakuje rovnaký postup.

$$NOPAT = 129\,757 \text{ €}$$

Pre získanie hodnoty celkového dlhodobého investovaného kapitálu je znova dosadené do vzorca obyčajného rozdielu pasív a krátkodobých záväzkov z obchodného styku.

$$C = 3\,922\,186 - 3\,410\,05$$

$$C = 3\,581\,181 \text{ €}$$

Znova je potrebné znova získať hodnoty na dosadenie do vzorca pre vážené priemerné náklady na kapitál (WACC).

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Za r_f bol zvolený štátny dlhopis s prideleným kódom SK4120008301 vydaný 24.1.2013 so splatnosťou do 19.1.2017 s mierou bezrizikovej výnosnosti 1,112 % (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2013).

$$r_f = 1,112 \%$$

$$\beta = 1,2$$

$$r_m - r_f = 6,28$$

$$r_e = 1,112 + 1,2 \times 6,28$$

$$r_e = 8,648 \%$$

r_d je opakovane 2,2 %, daň z príjmu sa v roku 2013 rovnala 23 % a hodnoty D, E a V sa nachádzajú v tab. č. 5.

$$r_d = 0,022$$

$$D = 2\,275\,247 \text{ €}$$

$$E = 1\,646\,939 \text{ €}$$

$$V = 3\,922\,186 \text{ €}$$

$$WACC = 0,022 \times (1 - 0,23) \times \frac{2275247}{3922186} + 0,08648 \times \frac{1646939}{3922186}$$

$$WACC = 4,61 \%$$

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

$$EVA = 129757 - 3581181 \times 0,04614$$

$$\underline{EVA = -35\,479 \text{ €}}$$

Výpočet EVA za rok 2012

Postup je zase rovnaký.

$$NOPAT = 65\,296 \text{ €}$$

Pre získanie hodnoty celkového dlhodobého investovaného kapitálu je znova dosadené do vzorca obyčajného rozdielu pasív a krátkodobých záväzkov z obchodného styku.

$$C = 3779888 - 510125$$

$$C = 3\,269\,763 \text{ €}$$

Opakovane je potrebné znova získať hodnoty na dosadenie do vzorca pre vážené priemerné náklady na kapitál (WACC).

$$WACC = r_d \times (1-t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Za r_f bol zvolený štátny dlhopis s prideleným kódom SK4120007840 vydaný 21.3.2012 so splatnosťou do 7.4.2014 s mierou bezrizikovej výnosnosti 2,22 % (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2012).

$$r_f = 2,22 \%$$

$$\beta = 1,2$$

$$r_m - r_f = 6,28$$

$$r_e = 2,22 + 1,2 \times 6,28$$

$$r_e = 9,756 \%$$

r_d je zase 2,2 %, v roku 2012 bola daň z príjmu právnických osôb 19 % a hodnoty D, E a V sa nachádzajú v tab. č. 5.

$$r_d = 0,022$$

$$D = 2\,262\,057 \text{ €}$$

$$E = 1\,517\,831 \text{ €}$$

$$V = 3\,779\,888 \text{ €}$$

$$WACC = 0,022 \times (1 - 0,19) \times \frac{2262057}{3779888} + 0,09756 \times \frac{1517831}{3779888}$$

$$WACC = 4,98 \%$$

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

$$EVA = 65296 - 3269763 \times 0,04984$$

$$\underline{EVA = -97\,669 \text{ €}}$$

Výpočet EVA za rok 2011

Postup výpočtu sa zase opakuje.

$$NOPAT = 236\,292 \text{ €}$$

Pre získanie hodnoty celkového dlhodobého investovaného kapitálu je znova dosadené do vzorca obyčajného rozdielu pasív a krátkodobých záväzkov z obchodného styku.

$$C = 4\,497\,913 - 832\,726$$

$$C = 3\,665\,187 \text{ €}$$

Teraz je potrebné znova získať hodnoty na dosadenie do vzorca pre vážené priemerné náklady na kapitál (WACC).

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Za r_f bol zvolený štátny dlhopis s prideleným kódom SK4120007840 vydaný 6.4.2011 so splatnosťou do 7.4.2014 s mierou bezrizikovej výnosnosti 3,1625 % (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2011).

$$r_f = 3,1625 \%$$

$$\beta = 1,2$$

$$r_m - r_f = 6,28$$

$$r_e = 3,1625 + 1,2 \times 6,28$$

$$r_e = 10,698 \%$$

r_d je zase 2,2 %, daň z príjmu bola do roku 2012 19 % takže aj tento krát bude použitá relatívna hodnota 0,19 a hodnoty D, E a V sa znovu nachádzajú v tab. č. 5.

$$r_d = 0,022$$

$$D = 3\,043\,438 \text{ €}$$

$$E = 1\,454\,475 \text{ €}$$

$$V = 4\,497\,913 \text{ €}$$

$$WACC = 0,022 \times (1 - 0,19) \times \frac{3043438}{4497913} + 0,10698 \times \frac{1454475}{4497913}$$

$$WACC = 4,67 \%$$

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

$$EVA = 236292 - 3665187 \times 0,04665$$

$$EVA = 65\,300 \text{ €}$$

Výpočet EVA za rok 2010

Postup sa zase analogicky opakuje.

$$NOPAT = 235\,901 \text{ €}$$

Pre získanie hodnoty celkového dlhodobého investovaného kapitálu je znova dosadené do vzorca obyčajného rozdielu pasív a krátkodobých záväzkov z obchodného styku.

$$C = 4\,223\,575 - 1009141$$

$$C = 3\,214\,434 \text{ €}$$

V tomto momente je potrebné znova získať hodnoty na dosadenie do vzorca pre vážené priemerné náklady na kapitál (WACC).

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}$$

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Za r_f bol zvolený štátny dlhopis s prideleným kódom SK4120006990 vydaný 2.6.2010 so splatnosťou do 27.1.2012 s mierou bezrizikovej výnosnosti 1,81 % (Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2010).

$$r_f = 1,81 \%$$

$$\beta = 1,2$$

$$r_m - r_f = 6,28$$

$$r_e = 1,81 + 1,2 \times 6,28$$

$$r_e = 9,346 \%$$

r_d je zase 2,2 %, daň z príjmu ostáva rovnaká ako v rokoch 2011 a 2012, teda 19 % a hodnoty D, E a V sa nachádzajú v tab. č. 5.

$$r_d = 0,022$$

$$D = 2\,479\,288 \text{ €}$$

$$E = 1\,744\,287 \text{ €}$$

$$V = 4\,223\,575 \text{ €}$$

$$WACC = 0,022 \times (1 - 0,19) \times \frac{2\,479\,288}{4\,223\,575} + 0,09346 \times \frac{1\,744\,287}{4\,223\,575}$$

$$WACC = 4,91 \%$$

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC)$$

$$EVA = 235901 - 3214434 \times 0,04906$$

$$\underline{EVA = 78\,206 \text{ €}}$$

Po podrobnom vysvetlení metodiky práce boli uskutočnené výpočty ukazovateľa EVA. Kalkulácie sú v každom z posledných šiestich rokov analogické. Avšak jednotlivé premenné, ako sú napríklad sadzba dane z príjmu právnických osôb, miera výnosnosti bezrizikovej investície, rovnako údaje čerpané z účtovných uzávierok boli prispôsobené konkrétnemu roku. V nasledujúcej kapitole budú výsledky výpočtov zhrnuté do prehľadných grafov a tabuliek.

7 Interpretácia výsledkov

Aby bolo možné výsledky výpočtov správne interpretovať, je potrebné vytvoriť ich súhrnný prehľad do agregovanej tabuľky.

Tabuľka 7: Súhrnné výsledky modelu EVA

Premenná/Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
C	3 214 434 €	3 665 187 €	3 269 763 €	3 581 181 €	2 582 348 €	2 927 591 €
NOPAT	235 901 €	236 292 €	65 296 €	129 757 €	118 776 €	668 017 €
WACC	4,91 %	4,67 %	4,98 %	4,61 %	5,70 %	4,92 %
EVA	78 206 €	65 300 €	- 97 669 €	- 35 479 €	- 28 464 €	523 944 €

V tabuľke sú zhrnuté vypočítané hodnoty základných parametrov potrebných na výpočet ekonomického zisku a rovnako hodnoty ukazovateľa EVA. Je možné si podrobne prezrieť rôzne hodnoty dlhodobu investovaného kapitálu v rozmedzí posledných šiestich rokov. Taktiež dopočítané hodnoty vážených priemerných nákladov na kapitál, ktorým sa v klasických účtovných výkazoch nevenuje dostatočne veľká pozornosť, pravdepodobne najmä z dôvodu, že ich výpočet je relatívne komplikovaný.

Najdôležitejším ukazovateľom reálnej kondície podniku je teda ekonomická pridaná hodnota. Zaujímavý ale rozhodne je aj vzťah medzi EVA a klasickým účtovným ziskom – čistým prevádzkovým ziskom po zdanení (NOPAT). Na základe deklarovaných teoretických poznatkov platí predpoklad, že ekonomický zisk musí nadobúdať menšie hodnoty ako účtovný, a to práve o náklady obetovanej príležitosti. Nasledujúce grafy znázorňujú ako sa hodnoty EVA teda implicitne ekonomický zisk a hodnoty NOPAT (účtovný zisk) v priebehu rokov 2010-2015 menili.

Graf 1: Vzťah NOPAT a EVA



V grafe je jednoznačne badateľné že veľkosť ekonomického zisku je záporná v troch rokoch, a to 2012, 2013 a 2014.

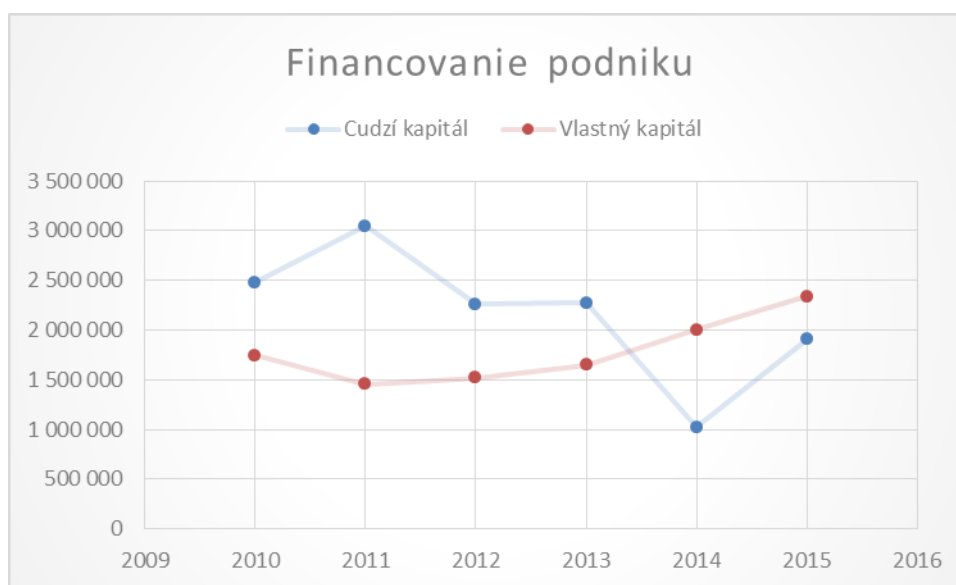
V roku 2012 bola však na svojom minime. Ak venujeme bližšiu pozornosť účtovnému zisku (NOPAT), môžeme si všimnúť že tento dosahoval v roku 2012 rovnako najnižšiu hodnotu, teda 65 296 €. Je zaujímavé, že na základe účtovného zisku firma vykazovala kladný hospodársky výsledok, avšak na základe ukazovateľa EVA, ktorá zohľadňuje aj náklady na kapitál a teda implicitne náklady obetovanej príležitosti, spoločnosť v roku 2012 nepodnikala najefektívnejším možným spôsobom. Túto hypotézu je možné podložiť faktom, že náklady obetovanej príležitosti boli v tomto prípade na toľko vysoké, že kladný účtovný zisk degradovali až na zápornú úroveň ekonomického zisku. Respektíve sa dá deklarovat', že explicitné náklady predmetnej firmy boli v tomto roku natoľko vysoké, že degradovali čistý účtovný zisk na extrémnu hranicu v rámci skúmaného obdobia. Existujú rôzne dôvody tohto ekonomického javu. Ako prvý dôvod je možné považovať vznik ekonomickej krízy v roku 2008, ktorá mala rozhodne silný vplyv na podnikanie na celom svete ešte niekoľko rokov potom. Na základe rozhovoru s pracovníkmi predmetnej firmy je možné dospieť k tvrdeniu, že táto kríza mala na strojnícky, resp. stavebný priemysel veľmi tvrdý dopad. Stavebný priemysel je spomínaný hlavne z titulu, že základným segmentom v cieľovej skupine tohto podniku sú práve ľudia pôsobiaci v tomto sektore. Ako ďalší dôvod tohto rozdielu je skutočnosť, že spoločnosť v roku 2012 expandovala na trh s automobilmi. V zmysle uzavretej zmluvy mal podnik povinnosť od dodávateľa odkúpiť určitý počet automobilov, aj keď rozšírenie v takom rozsiahlom merítku nebolo pôvodne zamýšľané. V tomto konkrétnom prípade boli náklady hradené najmä cudzími zdrojmi. Nákladmi sa myslia hlavne explicitné náklady ako sú propagácia, reklama uskladnenie, distribúcia, preklady, tlač manuálov na používanie týchto áut apod. Aj to je dôvod prečo bol hospodársky výsledok taký nízky. Rozdiel medzi ekonomickým a účtovným ziskom sú náklady obetovanej príležitosti a v tomto roku, sa za najväčšiu ich časť považuje práve využitie možnosti tejto expanzie na úkor inej alternatívy. Z ekonomického hľadiska to nebola najlepšia možnosť, ktorú podnik mohol uskutočniť.

V roku 2013 nadobúda ekonomický zisk taktiež zápornú hodnotu: -35 479 €, napriek tomu, že účtovný je 129 757 €. Aj v tomto roku teda spoločnosť nevykonávala ekonomickú činnosť najlepším možným spôsobom aj keď záporná hodnota EVA činí pár tisíc eur v pomere k vykazovanému hospodárskemu výsledku, nezohráva tento rozdiel veľmi veľkú úlohu. Skutočnosť, že ukazovateľ EVA sa v roku 2013 približoval nule je možné vysvetliť tým, že sa firma rozhodla skoncovat' so spomínanou expanziou. Teda oproti roku 2012 ekonomický zisk rástol. Nakúpené automobily si samozrejme nechali, avšak posledný stroj z tejto investície predali až v roku 2016. Je pozoruhodné ako rýchlo si vedenie firmy všimlo, že táto investícia nebola najefektívnejšou voľbou a hneď začalo podnikat' opatrenia rôznych druhov, aby dôsledky tejto expanzie nenabrali väčšie rozmery. Hlavným dôvodom ukončenia tohto obchodného vzťahu bola skutočnosť, že na slovenskom trhu nie je dostatočne veľký potenciál pre obchody takéhoto druhu. Vzhľadom na to, že podnik dáva väčší dôraz kvalite, stroje, ktoré majú vo svojom portfóliu nie sú cenovo dostupné pre široké spektrum zákazníkov. A podľa slov hlavnej pracovníčky v účtovníckom oddelení predmetného podniku bol hlavný dôvod na zastavenie expanzie práve ten, že ponuka prevyšovala dopyt: „Na Slovensku sa za-

tiaľ v tomto smere neoplatí podnikat'. Keď trochu narastie životná úroveň budú to aj u nás potenciálni zákazníci vnímať inak a bude im záležať viac na kvalite ako na cene“.

V roku 2014 ekonomický zisk znovu rastie aj napriek skutočnosti, že účtovný klesá. Takýto zaujímavý jav môže byť vysvetlený tým, že firma väčšiu časť roka čerpala vlastný kapitál. Prvýkrát po niekoľkých rokoch bol podiel cudzích zdrojov menší. Túto skutočnosť je možné podložiť tvrdením, že náklady na cudzí kapitál sú lacnejšie ako náklady na vlastné zdroje, čo potvrdzujú aj číselné hodnoty dosadené vo výpočtoch praktickej časti. Dosadzovaná hodnota za r_d (náklady na cudzí kapitál) je vždy menšia ako hodnota dosadzovaná za kapitál vlastný – r_e . Tento faktor mohol ovplyvniť klesajúci účtovný zisk aj napriek rastu hodnoty ukazovateľa EVA. V nasledujúcom grafe je znázornený rozdielny vývoj medzi financovaním vlastným a cudzím kapitálom.

Graf 2: Financovanie podniku



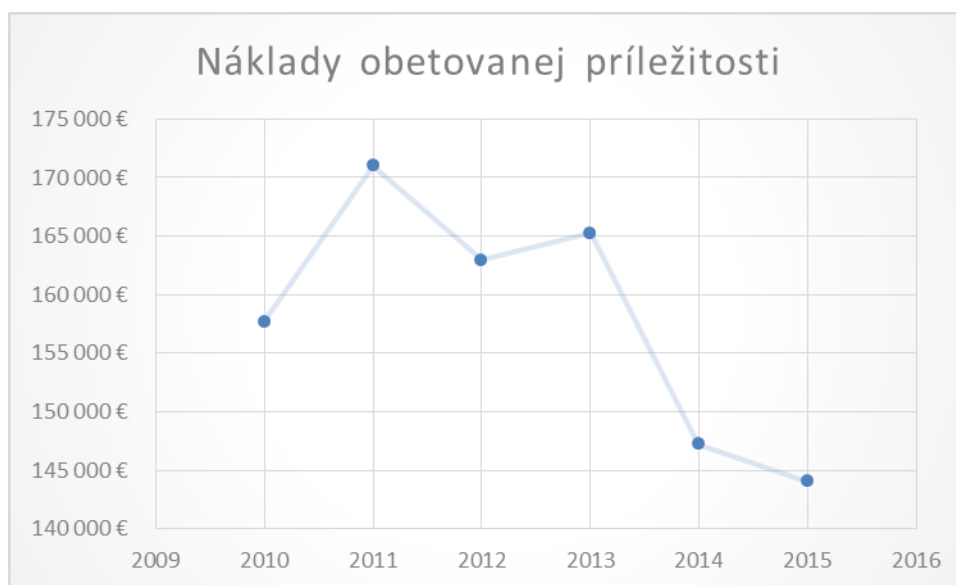
Ostatné roky, ktoré boli predmetom tejto práce vykazovali kladný ekonomický zisk. To znamená, že firma koniec koncov uskutočňuje najlepšiu možnú alternatívu a procesy mala v týchto rokoch dostatočne optimalizované.

V roku 2015 dosiahol ekonomický zisk najvyššiu úroveň od roku 2010. A to viac než pol milióna eur. Takýto veľký rozdiel je určite daný aj nárastom účtovného zisku oproti predchádzajúcemu roku o viac než 450 %. Z interného prostredia firmy bolo deklarované, že takýto veľký nárast bol spôsobený najmä tým, že rok 2015 bol predvolebný rok. V SR sa konali parlamentné voľby v marci 2016. Tesne pred voľbami vznikajú tendencie vyčerpať rôzne eurofondy a dotácie na štátne zákazky, čo implicitne spôsobuje nárazovo zvýšený dopyt v strojníckom, resp. stavebnom odvetví. V SR sa v poslednom čase kladie veľký dôraz na inováciu a revitalizáciu infraštruktúry či už na regionálnej alebo celoštátnej úrovni. Tieto aspekty rozhodne pomáhajú rozvíjať a podporovať domáci priemysel a tým aj malé a stredné podniky zaoberajúce sa týmito činnosťami. Z predchádzajúcich skutočností vyplýva, že spoločnosť je značne závislá na politicko-ekonomickom cykle a významné politické rozhodnutia majú zásadný vplyv na výkon podniku, obzvlášť v tomto sektore. Je potrebné aby sa zodpovední zamestnan-

ci neustále školili a študovali zmeny zákonov a následne prispôbili fungovanie práve týmto zmenám. Ďalším faktorom takého prudkého nárastu zisku sú aj uskutočnené obchody. Veľkú časť pokrýva hlavne odkúp strojov od zahraničných partnerov u ktorých boli tieto isté stroje pôvodne predmetom dlhodobého prenájmu. V roku 2015 sa prostriedky, ktoré boli investované do prenájmu, premenili na reálnu investíciu a táto konkrétna mechanizácia bola odkúpená za zlomok trhovej ceny. Vďaka tomu spoločnosti klesli explicitné náklady, čo sa odrazilo na náraste čistého účtovného zisku.

Rozdiel medzi účtovným a ekonomickým ziskom tvoria implicitné náklady, ktoré sú v koncepte EVA zahrnuté. Ich vývoj je znázornený v nasledujúcom grafe.

Graf 3: Implicitné náklady



Veľkosť týchto nákladov je dôležitá informácia najmä na posúdenie vedenia firmy, či sú procesy v podniku dostatočne optimalizované a či nie je potrebné venovať pozornosť iným aktivitám či činnostiam, ktoré by firme jednoznačne pomohli. Ak sú implicitné náklady natoľko vysoké, že ich odčítaním od čistého hospodárskeho výsledku dosiahnu zápornú hodnotu, je pre podnik nevýhodné zotrvať v činnostiach, ktoré sú ich hlavným predmetom záujmu a je potrebné zamyslieť sa nad druhou možnou najlepšou alternatívou. V nasledujúcej tabuľke sa nachádzajú konkrétne hodnoty nákladov obetovanej príležitosti vypočítaných v modeli EVA.

Tabuľka 8: Náklady obetovanej príležitosti (implicitné náklady)

Premená/Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Účtovný zisk	235 901 €	236 292 €	65 296 €	129 757 €	118 776 €	668 017 €
Ekonomický zisk	78 206 €	65 300 €	- 97 669 €	- 35 479 €	- 28 464 €	523 944 €
Alternatívne náklady	157 695 €	170 992 €	162 965 €	165 236 €	147 240 €	144 073 €

Po zhrnutí výsledkov je na mieste zamyslieť sa nad možnými radami či odporúčaniami pre vedenie predmetného podniku. V prvom rade je dôležité pochopiť skutočnosť, že ak firma vykazuje účtovný zisk, ešte to nemusí znamenať že výkon firmy je dostatočne efektívny. Presne kvôli tomuto účelu bol vyvinutý koncept ekonomického zisku. Priebežne uskutočňované analýzy na základe tohto konceptu by mohli vedeniu firmy pomôcť vidieť súvislosti medzi dôsledkami konkrétnej činnosti podnikania a predchádzajúcou príčinou, teda rozhodnutím, ktorým bola táto činnosť odštartovaná.

Rovnako by mohlo byť užitočné vytvoriť analýzu týchto rozhodnutí, ktoré mohli ovplyvniť konkrétny záporný ekonomický zisk v danom roku a nájsť príčiny, ktoré viedli k týmto neefektívnym rozhodnutiam. Dôležitým aspektom je rozložiť tieto rozhodnutia na konkrétne faktory, ktoré mohli hypoteticky zlyhať. Napr. rozhodnutie firmy expandovať na automobilový trh a rozšírenie portfólia o nové produkty sa javí ako nevhodne zvolená alternatíva. Avšak podrobnou analýzou môže vedenie podniku dospieť k názoru, že konkrétne rozhodnutie ako celok nemuselo byť nesprávne. Na základe veľkosti nákladov obetovanej príležitosti z roku 2012, ktoré nevykazujú extrémnu hodnotu v rámci skúmaného obdobia, je možné zhodnotiť, že zámer expandovať ako taký, sa nedá považovať za vyslovene nesprávne rozhodnutie. Dá sa predpokladať že mohlo ísť len o nevhodne zvoleného dodávateľa, nesprávne zvolenú cieľovú skupinu zákazníkov, nevhodne zvolený druh produktu, prípadne zaobstaraný objem tovaru. Samozrejme taktiež to mohla byť otázka načasovania alebo nejaká celkom iná príčina. Takéto analýzy rozhodnutí by podniku mohli priniesť relevantné informácie, na základe ktorých by teoreticky vedenie firmy dokázalo vylúčiť faktory vedúce k nevhodne zvolenej alternatíve a teda k ekonomickej strate v budúcnosti.

8 Záver

Zisk je pojem, v ktorom verejnosť vidí niekoľko významov. V ekonómii je dôležité rozlišovať medzi ekonomickým a účtovným ziskom. Napriek tomu laická verejnosť vníma pojem zisk ako prebytok tržieb nad nákladmi a teda ho prirodzene považuje za peniaze, ktoré ostávajú majiteľom firmy. Nie je tomu však celkom tak. Otázka zisku je trochu komplikovanejšia.

Ekonomický zisk obsahuje hypotetické položky, ktoré je veľmi náročné reálne odhadnúť. Ukazovateľ ekonomická pridaná hodnota bol vyvinutý za účelom čo najlepšie a najhodnovernejšie odraziť skutočnú pozíciu firmy na trhu, porovnávať túto pozíciu s konkurenciou a hľadať príčiny vzniku prípadných negatívnych záverov. Manažment podniku, ktorý sa snaží o čo najefektívnejšie podnikanie, následne vyvodí relevantné dôsledky z takýchto hodnôt. Vedenie firmy by malo mať dôkladný prehľad v tejto otázke a malo by byť schopné detailne rozlíšiť, kedy hlavná stratégia podnikania prináša klasický číselný, teda účtovný zisk a kedy výkon a efektivita naozaj rastie.

Cieľom tejto práce bolo zodpovedať výskumnú otázku a teda či podnik vykazuje ekonomický zisk alebo stratu. V širšom kontexte bola zhodnotená a meraná výkonnosť vybraného podniku. Na základe aplikácie modelu ekonomickej pridanej hodnoty sa podarilo dôjsť k jednotlivým záverom za posledných šesť rokov. Vybraný podnik, ktorý bol základným pilierom pre naplnenie cieľa, počas skúmaného obdobia vykazoval ako ekonomický zisk, tak aj ekonomickú stratu.

V skúmanom období predmetná firma vykazovala tri roky ekonomickú stratu a tri roky ekonomický zisk. Dôvodov a vysvetlení týchto záverov môže byť niekoľko. V zásade však ide o rozhodovanie vedenia spoločnosti a následne dôsledky týchto rozhodnutí. V rokoch, keď podnik vykazoval ekonomický zisk bola spoločnosť v rámci teoretického konceptu ekonomickej pridanej hodnoty vedená najlepším možným spôsobom a teda je možné konštatovať, že firma má potenciál pre posilňovanie pozície na trhu. Na druhej strane polovicu skúmaného obdobia bola vypočítaná ekonomická strata. Na základe týchto skutočností sa dá predpokladať, že v tomto období existovali lepšie alternatívy, ktoré neboli využité na úkor zvolených možností. Je dôležité poznamenať, že výkon firmy je úzko spojený s ekonomicko-politickou situáciou na Slovensku. Cyklus politických rozhodnutí zásadne ovplyvňuje situáciu v stavebnom, resp. strojníckom odvetví a spoločnosť je nútená využiť svoj potenciál čo najflexibilnejšie. Je teda pochopiteľné, že sa podnik snažil o diverzifikáciu na viac trhov, aby práve túto úzku závislosť od politických rozhodnutí eliminoval.

Firma, ktorá za účelom tejto práce poskytla veľa cenných informácií a takisto interné podklady na konkrétne výpočty, by mala skúsiť vytvoriť retrospektívnu analýzu aktivít, ktoré mohli viesť k ekonomickej strate a rozložiť tieto rozhodnutia čo najpodrobnejšie. Následne by bolo vhodné zhodnotiť ktoré faktory v procese boli najrizikovejšie a mali najvyššiu pravdepodobnosť zlyhania a aplikovať si túto situáciu na obchody či príležitosti, ktoré by v budúcnosti mohli mať podobný analogický priebeh, a v čo najväčšom rozsahu minimalizovať tieto rizikové faktory.

9 Literatúra

1. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2010. *Výsledky aukcií štátnych dlhopisov*. [Online] Available at: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5C%C5%A0D%5CV%C3%BDsledky%20aukci%C3%AD%20%C5%A0D%5CVA%20SD%20212%20C.pdf
2. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2011. *Výsledky aukcií štátnych dlhopisov*. [Online] Available at: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5C%C5%A0D%5CV%C3%BDsledky%20aukci%C3%AD%20%C5%A0D%5CVA%20SD%20217%20A.pdf
3. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2012. *Výsledky aukcií štátnych dlhopisov*. [Online] Available at: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5C%C5%A0D%5CV%C3%BDsledky%20aukci%C3%AD%20%C5%A0D%5CVA%20SD%20217%20G.pdf
4. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2013. *Výsledky aukcií štátnych dlhopisov*. [Online] Available at: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5C%C5%A0D%5CV%C3%BDsledky%20aukci%C3%AD%20%C5%A0D%5CVA%20SD%20219%20D.pdf
5. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2014. *Výsledky aukcií štátnych dlhopisov*. [Online] Available at: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5C%C5%A0D%5CV%C3%BDsledky%20aukci%C3%AD%20%C5%A0D%5CVA%20SD%20219%20K.pdf
6. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, 2015. *Výsledky aukcií štátnych dlhopisov*. [Online] Available at: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5C%C5%A0D%5CV%C3%BDsledky%20aukci%C3%AD%20%C5%A0D%5CVA%20SD%20226%20J.pdf
7. Aggarwal, R 2001, 'Using economic profit to assess performance: a metric for modern firms', *Business Horizons*, 44, pp. 55-60
8. Allen, K 2016, 'Financial Performance Impacts Compensation Options', *Ashrae Journal*, vol. 58, no. 2, p. 26-32

9. Al-Omush, AM 2014, 'The association between accruals, economic value added, and cash value added and the market performance of UK and US firms', British Library EThOS
10. Arthur, W 1981, 'Reporting economic - Not accounting - Profit', *Business Horizons*, 24, 2, p. 50-55
11. Bahri, M, St-Pierre, J, & Sakka, O 2011, 'Economic value added: A useful tool for SME performance management', *International Journal of Productivity and Performance Management*, 60, 6, pp. 603-621
12. Baltés, N, & Vasíu, D 2015, 'Case Study Regarding Financial Performance In Terms Of Cash Flow Return On Investment (CFROI) For Companies Listed And Traded On The Bucharest Stock Exchange, During 2006-2013', *Buletin Stiintific*, 20, 1, pp. 16-22
13. Baran, D, Hrotko, L, & Olejník, P 2007, 'Economic Value Added - EVA', *Economics & Management*, pp. 669-675
14. Becker, E, Huselid, A, Pickus, S & Spratt, F 1997, 'HR as a source of shareholder value: research and recommendation', *Human Resource Management*, vol. 36 no. 1, pp. 39-47
15. Copeland, T, Weston, F, Shastri K 2005, 'Financial theory and corporate policy' *Pearson Addison Wesley*, Boston
16. Cfo.sk, 2014. *CFO Best Practice*. [Online]
Available at: <http://www.cfo.sk/articles/vypocet-nakladov-na-kapital-wacc#.Vy8JHb6jCJ8>
17. Damodaran, A 2011, *Stern.nyu.edu*. [Online]
Available at: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/>
18. Damodaran, A 2016, *Stern.nyu.edu*. [Online]
Available at: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/>
19. Dierks, A. & Patel, A 1997, 'What is EVA, and how can it help your company?', *Strategic Finance*, vol. 79 no. 5, pp. 52-8
20. Dunbar, K 2013, 'Economic Value Added (EVA): A Thematic-Bibliography', *Journal Of New Business Ideas & Trends*, 11, 1, pp. 54-66
21. Erasmus, P, & Lambrechts, I 2006, 'EVA and CFROI: A comparative analysis', *Management Dynamics*, 15, 1, pp. 14-26
22. Fibírová J, Šoljaková L 2005. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Praha: ASPI
23. Finstat.sk, 2010-2015. *Finstat Data Services*. [Online]
Available at: <http://www.finstat.sk>
24. Fernandez, P 2001, 'EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value' *SSRN Working Paper*
24. Fuller, R, & Hickman, K 1991, 'A Note on Estimating the Historical Risk Premium', *Financial Practice And Education*, 1, 2, pp. 45-48
25. Ganea, M 2010, 'The Economic Rate Of Return – Instrument For Measuring The Companies' Financial-economic Performance', *Annals of the University of Craiova, Economic Sciences Series*, vol. 2, pp. 1-8

26. Gavurová, B 2011, 'Systém Balanced Scorecard v podnikovom riadení', *Ekonomický časopis*, 59, 2, pp. 163-177
27. Gleadle, P, & Cornelius, N 2008, 'A Case Study Of Financialization and EVA®', *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 19, pp. 1219-1238
28. Horváth, P, & Reichmann, T 2003, *Vah lens Großes Controllinglexikon*, n.p.: München, ECONIS
29. Hult, G. T. M et al. 2008, 'An assement of the measurement of performance in international business research', *Journal of International Business Studies*, vol. 39, pp. 1064-1080
30. Hussein, M, Gunasekaran, A & Laitinen, K 1998, 'Management accounting system in finnish service firms', *Technovation*, vol. 18, pp. 57-67
31. Ivanov, S, Leong, K, & Zaima, J 2014, 'An Empirical Examination of Negative Economic Value Added Firms', *International Journal Of Business And Finance Research*, 8, 1, pp. 103-112
32. Jackson, A 1996, 'The How and Why of EVA at CS First Boston', *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, no.1
33. Kaplan, R, & Norton, D 2007, 'Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System', *Harvard Business Review*, 85, 7/8, pp. 150-161
34. Kaplan, R, Norton, D, & Rugelsjoen, B 2010, 'Managing Alliances with the Balanced Scorecard', *Harvard Business Review*, 88, 1/2, pp. 114-120
35. Kislingerová, E 2010, *Manažerské Finance*, n.p.: Praha : C.H. Beck, 2010
36. Kramer, J, & Peters, J 2001, 'An Interindustry Analysis of Economic Value Added as a Proxy for market Value Added', *Journal Of Applied Finance*, 11, 1, p. 41
37. Kvach, N, & Il'ina, N 2013, 'Use of the Concept of "Economic Value Added" to Evaluate the Performance of an Organization', *Fibre chemistry*, vol. 45, no. 4, pp. 252-257
38. Kyriazis, D, & Anastassis, C 2007, 'The Validity of the Economic Value Added Approach: An Empirical Application', *European Financial Management*, 13, 1, pp. 71-100
39. Liao, S, & Hsiao, P 2013, 'Mining business knowledge for developing integrated key performance indicators on an optical mould firm', *International Journal Of Computer Integrated Manufacturing*, 26, 8, pp. 703-719
40. Madden, B 1998, 'The CFROI Valuation Model (Digest summary)', *Journal of Investing*, 7, 1, pp. 31-44
41. Madhavi, E, & Prasad, M 2015, 'An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies', *IUP Journal Of Accounting Research & Audit Practices*, 14, 3, pp. 49-65
42. Malmi, T, Ikaheimo, S 2003, 'Value Based Management Practices – Some Evidence from the Field', *Management Accounting Research*, 14, 3, pp. 235-254

43. Mashaykhi, B 2009, 'Incremental Information content of Accrual Value, Value Added and Cash Value Added beyond Earning and Operating Cash Flow: Case of Iran', *Finance India*, 23, 4, pp. 1231-1248
44. Nicoara, M 2013, 'The Economic Content, Typology and Size of Costs. Minimizing Costs', *Knowledge Horizons / Orizonturi ale Cunoasterii*, vol. 5, no. 3, pp. 123-126
45. Otley, D 2001, 'Extending the Boundaries of Management Accounting Research: Developing Systems for Performance Management', *The British Accounting Review*, vol. 33, no. 3, p. 243
46. Petravicius, T, & Tamosiuniene, R 2008, 'Corporate Performance and the measures of Value added', *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 23, 3, pp. 194-2001
47. Redakcia Podnikajte.sk (2011). Pomerové ukazovatele finančnej analýzy. [online] Dostupné z: <https://www.podnikajte.sk/Data/881/UserFiles/prilohy-v-clankoch/2011-04-27-pomerove-ukazovatele-financnej-analyzy.pdf> [Accessed 15 Mar. 2016]
48. Richard, J, Devinney, M, Yip, S & Johnson G 2009, 'Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice', *Journal of Management*, vol. 35, pp. 718-804
49. Růčková , P 2015, *Finanční analýza–5. aktualizované vydání: metody, ukazatele, využití v praxi*, GRADA Publishing as
50. Shih, Y, Chen, S, Lee, C, & Chen, P 2014, 'The Evolution of Capital Asset Pricing Models', *Review Of Quantitative Finance And Accounting*, 42, 3, pp. 415-448
51. Šteliac, N 2010, 'The superiority of the economic profit, the economic break even point', *Revista Economică*, pp. 259-265
52. Stern, M, Stewart, B, & Chew, H 1996, 'EVA: An Integrated Financial Management System', *European Financial Management*, vol. 2, no. 2, pp. 223-245
53. Stewart, B 2009, 'EVA Momentum: The One Ratio That Tells the Whole Story', *Journal Of Applied Corporate Finance*, 21, 2, pp. 74-86
54. Tax Directorate, Slovakia. (2016). *Trading Economics*. [Online] Available at: <http://www.tradingeconomics.com/slovakia/corporate-tax-rate>
55. Veldhuis, N 2009, 'Opportunity costs', *Fraser Forum*, pp. 28-29
56. Vélez-Pareja, I, & Tham, J 2009, 'Market Value Calculation And The Solution Of Circularity Between Value and The Weighted Average Cost Of Capital WACC', *Revista De Administração Mackenzie*, 10, 6, pp. 101-131
57. Woodbury Hooper, M 2013, 'Opportunity cost', *Salem Press Encyclopedia*, Research Starters
58. Young, S & O'Byrne, S 2001, *EVA and Value-based Management*, McGraw-Hill, New York, NY

Zoznam skratiek

BSC – Balanced Scorecard
C – Capital
CAPM – Capital Asset Pricing Model
CFROI – Cash Flow Return On Investment
CVA – Cash Value Added
EBDIT – Earnings Before Depreciation, Interest, Taxes
EBIT – Earnings Before Interest and Taxes
EVA – Economic Value Added
IC – Invested Capital
IRR – Internal Rate of Return
KP – Key Performance Indicators
MVA – Market Value Added
NOPAT – Net Operating Profit After Taxes
NOPLAT – Net Operating Profit/Loss After Taxes
NPV – Net Present Value
OSF – Operating Cash Flow
OSFD – Operating Cash Flow Demand
ROA – return On Assets
ROE – Return On Equity
ROIC – Return On Invested Capital
RONA – Return On Net Assets
ROS – Return On Sales
SR – Slovenská republika
PV – Present Value
WACC – Weighted Average Cost of Capital

Prílohy

A Priebežné výpočty

Tabuľka 9: Priebežné výpočty

Premenná/Rok	2015	2014	2013	2012	2011	2010
rf	0,0029	0,197	1,112	2,22	3,1625	1,81
beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
rm-rf	6,28	6,28	6,28	6,28	6,28	6,28
re	7,5389	7,733	8,648	9,756	10,6985	9,346
RE	0,07539	0,07733	0,08648	0,09756	0,10699	0,09346
Rd	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
1-t	0,78	0,78	0,77	0,81	0,81	0,81
D	1 907 131	1 021 181	2 275 247	2 262 057	3 043 438	2 479 288
E	2 335 181	2 003 862	1 646 939	1 517 831	1 454 475	1 744 287
V	4 242 312	3 025 043	3 922 186	3 779 888	4 497 913	4 223 575
WACC	0,049212158	0,05701807	0,046140078	0,049839955	0,046652986	0,049058434
WACC	4,92%	5,70%	4,61%	4,98%	4,67%	4,91%
C	2 927 591 €	2 582 348 €	3 581 181 €	3 269 763 €	3 665 187 €	3 214 434 €
NOPAT	668 017 €	118 776 €	129 757 €	65 296 €	236 292 €	235 901 €
EVA	523 944 € -	28 464 € -	35 479 € -	97 669 € -	65 300 €	78 206 €
Alternatívne naklady	144 073 €	147 240 €	165 236 €	162 965 €	170 992 €	157 695 €